



TAMPEREEN TEKNILLINEN YLIOPISTO
TAMPERE UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

HENRI FALCK
PÄÄOMASIOITTAJIEN ARVONLUONTIMEKANISMIT
PERHEYRITYSTEN ENEMMISTÖPÄÄOMASIOITUKSISSA

Diplomityö

Tarkastaja: professori Saku Mäkinen
Tarkastaja ja aihe hyväksytty
Talouden- ja rakentamisen tiedekun-
taneuvoston kokouksessa 7. joulukuuta 2016

TIIVISTELMÄ

Henri Falck: Pääomasijoittajien arvonaluontimekanismit perheyritysten enemistöpääomasijoituksissa

Tampereen teknillinen yliopisto

Diplomityö, 73 sivua, 0 liitesivua

Kesäkuu 2017

Tuotantotalouden diplomi-insinöörin tutkinto-ohjelma

Pääaine: Tuotantotalous

Tarkastaja: professori Saku Mäkinen

Avainsanat: Perheyritys, Pääomasijoitus, Buyout -sijoitus, Arvonaluontimekanismi, Agenttiteoria, Stewardship-teoria, Resurssiperusteinen teoria

Perheyritykset muodostavat merkittävän osan eri kansantalouksien yrityskannasta, ja niiden yritystoiminnan jatkuvuuden edistäminen on varsinkin Suomessa erityisen ajankohtaista seuraavien vuosien aikana väestön ikääntymisestä johtuen. Tämä työ tutkii ammattimaisten pääomasijoittajien roolia perheyritysten jatkuvuuden edistämiseksi. Työn tavoitteena oli selvittää miten perheyritykset eroavat vastaavista ei-perheyrityksistä pääomasijoittajan arvonaluonnin näkökulmasta, ja kartoittaa mitä ovat pääomasijoittajien käyttämiä arvonaluontimekanismeja niihin kohdistuvissa enemistö-pääomasijoituksissa.

Työ muodostuu kahdesta osasta. Kirjallisuuskatsauksessa esitellään perheyritysten erityispiirteitä selittäviä agentti-, stewardship (suom. ”taloudenhoitajuus”) - ja resurssiperusteista teoriaa, sekä pääomasijoitustoiminnan rakenne. Perheyrityskirjallisuuden eri teorioita analysoimalla tunnistetaan mahdollisia keinoja, joita pääomasijoittajat voisivat käyttää arvonaluonnissaan. Tutkimuksen empiirisen osan muodostaa laadullinen tapaus-tutkimus, jossa tutkitaan kahdessa perheyrityksessä ja yhdessä ei-perheyrityksessä pääomasijoittajan käyttämiä arvonaluontimekanismeja, sekä tapausyritysten liiketoimintaan vaikuttaneita ominaispiirteitä. Eri tapausyrityksissä havaittuja löydöksiä verrataan keskenään sekä aiempiin aihepiiriin empiirisiin tutkimuksiin, sekä työn kirjallisuuskatsauksessa esiteltyihin eri perheyritysteorioiden mukaisiin mahdollisiin arvonaluontimekanismeihin.

Kaikista perheyritysteorioista johdettuja arvonaluontimekanismeja havaitaan tämän tutkimuksen tapausyrityksissä ainakin osittain, sekä havainnot saivat tukea myös aiemmista tutkimuksista. Tärkeimpiä pääomasijoittajan arvonaluontimekanismeja olivat hallitus-työskentelyn, taloushallinnon prosessien ja raportoinnin kehittäminen, sekä yrityksen johdon sparraus strategisissa kysymyksissä. Käytettyihin arvonaluontimekanismeihin vaikuttivat tapausyritysten ainutlaatuiset tilanteet, sekä tapausyrityksissä havaitut ominaispiirteet. Käytetyistä teoreettisista viitekehyksistä, varsinkin stewardship- teorian mukainen käyttäytyminen sai vahvaa tukea tutkimuksen empiriassa. Tutkimuksessa ei havaittu perheen negatiivisia vaikutuksia liiketoimintaan agenttiongelmien, perheenjäsenten opportunismin tai johtajien altruististen asenteiden johdosta. Tutkituissa perheyrityksissä pääomasijoittajat kunnioittivat yritysten aiempaa tilaa ja eivät puuttuneet päivittäiseen tekemiseen, minkä voidaan katsoa resurssiperusteisen ja stewardship – teorian mukaan suojelleen perheyritysten alkuperäisiä kilpailuedun lähteitä.

ABSTRACT

Henri Falck: Private Equity Investors' Value-Adding Mechanisms in Family Firm Buyouts

Tampere University of Technology

Master of Science Thesis, 73 pages, 0 Appendix pages

June 2017

Master's Degree Programme in Industrial Engineering and Management

Major: Industrial Management

Examiner: Professor Saku Mäkinen

Keywords: Private Equity, Family Business, Buyout, SME, Value-Adding Mechanisms, Agency theory, Resource-based view, Stewardship theory

Family firms have a significant impact on the economy of various nations. The question of their continuity is a current issue especially in Finland due to the aging of Finnish population. This thesis explores the role that professional private equity investors might have in enabling family firm continuity. The objectives of the study was to find out how the value creation in traditional family firms might differ from other types of firms from a private equity investor's point of view, and to explore the various kinds of value-adding mechanisms that private equity investors might employ in family firm buyouts.

The thesis consists of two parts. In the literature review, family firm performance and the family effect on firm performance are reviewed through agency and stewardship theory and through resource based view of the firm. The literature review also discusses the impact and structure of private equity investment activities. By analyzing different family firm theories, different value creation levers are identified that private equity investors might use to add value over the investment period. In the empirical case study the value-adding mechanisms of private equity investors and the characteristics of family firms are being studied in two family firms and a non-family firm through a semi-structured interview. The findings of the interviews are juxtaposed with other relevant empirical studies and research literature, and with the potential value creation levers identified in the literature review of this study.

The findings in the literature review gain more or less support from the results of the case study and previous empirical research. The development of board work and financial processes and the private equity investor's role in acting as a sparring partner with family firm management in strategic questions were identified as the most important value creation levers in family firm buyouts according to the results of this study. This study proposes that the choosing of value creation levers were affected by the family firm characteristics and the unique situation of the firm at the time of the buyout. The stewardship theory in particular gained support in the empirical findings of the study. The study did not find support for the alleged negative effects of family involvement in family firm performance. The interviewed private equity investors respected the previous informal structures of the studied family firms and did not contribute to the daily operations of the acquired family firms, which can be seen through resource based view of the firm and stewardship theory to protect the original sources of competitive advantages in the family firms in question.

ALKUSANAT

Tämä diplomityö tehtiin Panostaja Oyj:n toimeksiannosta, ja sen tekeminen oli luonnollinen ja lopullinen osa tuotantotalouden maisteriopintojani. Työn tekeminen oli myös opiskeluaikojeni ehdottomasti haasteellisin teko, suurimpana antina pidin aiheeseen perehtymistä ja uskon hankkineeni siitä laajan tietämyksen.

Haluan kiittää työn ohjaajaa professori Saku Mäkistä kärsivällisyydestä ja neuvoista, jotka hän tähän työhön antoi. Haluan kiittää myös Panostajan henkilökuntaa, erityisesti Tapio Tommilaa ja Minna Telannetta, ohjauksesta ja neuvoista tähän diplomityöhön liittyen, sekä siitä vapaudesta, jolla olen diplomityötä saanut tehdä. Olen kiitollinen myös Suomen Pääomasijoitusyhdistykselle avusta potentiaalisten tapausyritysten tunnistamisessa, sekä tapausyritysten ja pääomasijoitusyhtiöiden edustajille haastattelututkimukseen osallistumisesta. Lopuksi haluan kiittää kaikkia, jotka antoivat neuvoja ja apua työn tekemiseen.

Tampereella, 22.5.2017

Henri Falck

SISÄLLYSLUETTELO

1.	JOHDANTO	1
1.1	Tutkimuskysymys ja tavoitteet	2
1.2	Tutkimusmenetelmät ja rajaus	3
1.3	Työn rakenne	4
2.	TEOREETTINEN TAUSTA	6
2.1	Perheyriksen määritelmä	6
2.2	Perheyritystutkimus Suomessa	8
2.3	Perheyritysten erityispiirteet	10
2.3.1	Erityispiirteiden vaikutukset kannattavuuteen	11
2.3.2	Erityispiirteiden vaikutukset investointihalukkuuteen	13
2.4	Perheyritysteoriat	16
2.4.1	Agenttiteoria	16
2.4.2	Resurssiperusteinen teoria	18
2.4.3	Stewardship -teoria	22
2.5	Pääomasijoitustoiminta	24
2.5.1	Pääomasijoitustoiminnan rakenne	24
2.5.2	Pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuus	28
2.5.3	Pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuus perheyriyksissä	29
2.6	Arvonluontimekanismit käsiteltyjen teorioiden mukaan	31
2.6.1	Agenttiteorian sanelevat keinot	31
2.6.2	Resurssiperusteisen teorian sanelevat keinot	33
2.6.3	Stewardship –teorian sanelevat keinot	36
2.6.4	Vertailu arvonluontimekanismeihin yleisessä kirjallisuudessa	37
2.7	Yhteenveto kirjallisuuskatsauksesta	40
3.	TUTKIMUSMENETELMÄT JA AINEISTO	42
3.1	Tapaustutkimuksen teoriaa	42
3.2	Tapausten valinta ja aineiston keruu	43
3.3	Aineiston analyysi	45
4.	TULOKSET	46
4.1	Tapausyritys A	46
4.1.1	Kehityskohteet sijoitusaikana	47
4.1.2	Perheyriksen erityispiirteet	49
4.2	Tapausyritys B	50
4.2.1	Kehityskohteet sijoitusaikana	51
4.2.2	Perheyriksen erityispiirteet	52
4.3	Tapausyritys C	54
4.3.1	Kehityskohteet sijoitusaikana	54
5.	AINEISTON ANALYYSI	57
5.1	Pääomasijoittajien käyttämiä arvonluontimekanismeja tapausyrityksissä ...	57

5.2	Tapausyrityksen C erot ja yhtäläisyydet perheyriityksiin.....	60
5.3	Vertailu eri teorioiden mukaisiin mekanismeihin.....	60
5.3.1	Havaitut arvonluontimekanismit agenttiteorian mukaan	61
5.3.2	Havaitut arvonluontimekanismit resurssiperusteisen teorian mukaan 62	
5.3.3	Havaitut arvonluontimekanismit stewardship -teorian mukaan.....	64
5.4	Johtopäätökset analyysistä.....	65
6.	YHTEENVETO	67
6.1	Tutkimuksen onnistumisen arviointi ja rajoitteet	68
6.2	Tutkimuksen validiteetti ja luotettavuus.....	69
6.3	Jatkotutkimusmahdollisuudet	72
	LÄHTEET.....	74

MÄÄRITELMÄT

Ensisijoitus	Pääomasijoittajan ensimmäinen sijoitus kohdeyhtiöön
Pk –yritys	Pieni- tai keskisuuri yritys
Tobinin Q	Tobinin Q mittaa yrityksen markkina-arvon ja taseen omaisuuserien jälleenhankintahinnan välistä suhdetta
Ankkuriomistaja	yrityksen omistaja, jolla on merkittävä määrä yrityksen osakkeita ja joka pystyy omistuksensa avulla vaikuttamaan yrityksen päätöksentekoon
ROA	engl. return on assets, oman pääoman tuotto, kannattavuuden tunnusluku
CAGR	engl. compounded annual growth rate, kertyvä vuotuinen vuosituotto

1. JOHDANTO

Perheyrietykset ovat monen kansantalouden moottori, muodostaen suurimman osan niiden kaikista yrietyksistä. Euroopassa perheyrietykset muodostavat noin 70-80% kaikista yrietyksistä ja vastaavat noin 40-50% työllisyydestä (Mandl 2008). Euroopan tasolla suurin osa perheyrietyksistä on pieniä ja keskisuuria yrietyksiä (pk-yrietyksiä), etenkin mikro-yrietyksiä, jotka työllistävät vähemmän kuin 10 työntekijää. Suomessa perheyrietyksiä on noin 80% kaikista yrietyksistä (Sten 2006; Tourunen 2009; Lappalainen 2014) ja niistä lähes kaikki toimivat perinteisillä toimialoilla; teollisuudessa, kaupassa, rakentamisessa, liikenteessä ja liike-elämän palveluissa.

Perheyrietyksille on ominaista vahva perheen ja liiketoiminnan yhdistyminen siten, että perhe on suoraan tai välillisesti yrietystoiminnan keskipisteessä. Tämän johdosta perheyrietyksillä on taipumusta keskittyä yrietyksen pitkän aikavälin kestävyYTEEN, lyhytaikaisten voittojen tavoittelun sijaan ja varmistaa yrietystoiminnan jatkuvuus omistuksessa ja yrietyksen johdossa. Kun perheyrietykset ovat tilanteessa, jossa niiden pitää miettiä yrietyksen jatkajaa ja tulevaisuutta, heillä on kolme vaihtoehtoa; tehdä sukupolvenvaihdos, myydä ulkopuoliselle tai lopettaa yrietystoiminta (Sten 2006). Väestön ikääntymisen johdosta sukupolvenvaihdoskeskustelu on tulevana vuosina erityisen ajankohtainen Suomessa, seuraavien viiden vuoden aikana ennustetaan tehtävän noin 20 000 sukupolvenvaihdosta (Elinkeinoelämän keskusliitto 2014), joiden onnistuminen määrittää pitkälti Suomen hyvinvoinnin kehityksen. Valtakunnallisen omistajanvaihdosbarometrin (Varamäki et al. 2015) mukaan 39% 55-vuotiaista tai sitä vanhemmista yrittäjistä arvioi myyvänsä yrietyksen ulkopuoliselle siinä vaiheessa, kun itse luopuu päävastuusta esim. eläkkeelle jäämisen myötä ja 27% arvioi yrietyksen toiminnan loppuvan kokonaan siinä vaiheessa. Vain 23% vastaajista uskoi löytävänsä jatkajan perheen sisältä (Varamäki et al. 2015). Saman barometrin vastaajista 80% arvioi luopuvansa yrietyksensä päävastuusta vuosien 2015-2020 välillä.

Ongelmat yrietystoiminnan jatkuvuuden säilyttämisessä liittyvät usein sopivan jatkajan löytymiseen (esimerkiksi Sirmon & Hitt 2003; Howorth et al. 2004), ja erityisesti Suomessa yrietyksen arvonmäärietykseen, rahoitukseen tai ankaraan verotukseen (Varamäki et al. 2015). Liiketoiminnan myynti kilpailijalle tai toiselle teolliselle ostajalle saattaa olla perheomistajille vaikea vaihtoehto, kun se usein tarkoittaa perheen työskentelyn loppumista uuden omistajan alla. Myös pörssilistautuminen on yleensä perheyrietysten kokoluokan sekä teknisen ja taloudellisen osaamisen johdosta niiden ulottumattomissa. (Scholes et al. 2008; Howorth et al. 2004)

Yritystoiminnan jatkuvuuden säilyttäminen on kansantaloudellisesti ja etenkin perheyri-
tysten luonteen johdosta paikallisesti maakunnittain merkittävää, yhtenä ratkaisuna voisi
olla pääomasijoittajan mukaantulo omistusjärjestelyjä tehdessä. Pääomasijoittajat voivat
tarjota resursseja ja pääomaa kasvuhakuisille perheyriyksille kilpailukyvyn säilyttämi-
seen ja yritystoiminnan kasvattamiseen sekä mahdollistavat myös omistajien työskente-
lyn yrityksessä (Dawson 2011; Ahlers et al. 2014). Pääomasijoituksen saaneen yrityk-
sen toiminta jatkuu ja samalla mahdollistaa parhaassa tapauksessa yrityksen identiteetin
ja organisaatiokulttuurin säilymisen myös omistusjärjestelyn jälkeisenä aikana, mikä on
usein tärkeää perheomistajille (Scholes et al. 2008).

1.1 Tutkimuskysymys ja tavoitteet

Perheyriyksiin liittyvä tutkimus on saanut kasvavaa kiinnostusta maailmalla, mutta on
vielä omana tieteenalanaan suhteellisen nuori (Sten 2006; Sharma 2004). Aiemmat tut-
kimukset Suomessa ovat keskittyneet mm. perheyriyksen osakkeenomistajien käyttäy-
tymisen dynamiikkaan (López-Vergara 2013), yrityksen myyntiin perheen ulkopuolisel-
le taholle (Sten 2006) ja sukupolvenvaihdon jälkeiseen yrityksen strategiseen uusiut-
umiseen (Niemi 2005).

Perheyriyksen merkitys kansantaloudelle sekä niiden kasvun ja jatkuvuuden tärkeys on
tunnistettu niin maailmalla kuin Suomessakin (esimerkiksi CMBOR 2005; KTM 2005),
mutta pääomasijoittajien potentiaalinen rooli yritystoiminnan jatkajana on jäänyt pienel-
le huomiolle. Perheyriyksen myyntiä pääomasijoittajalle, pääomasijoittajien potentiaa-
lista roolia sukupolvenvaihdostilanteessa tai niiden merkitystä perheyriyksen jatkuvuu-
den säilyttäjinä kansantaloudessa ei ole Suomessa kattavasti tutkittu. Kirjallisuudessa
perheyriyksien ei katsota näkevän ulkopuolisen pääoman hankkimista houkuttelevana,
sillä ne pyrkivät tyypillisesti säilyttämään yrityksen omistuksen ja vallan operatiivisista
asioista perheen sisällä. Järvenpää (2014) tutki ansiokkaassa työssään pääomasijoittajien
arvonluontimekanismeja niiden omistamissa kohdeyhtiöissä, mutta siinä perheyriyksiä
ja niiden erityispiirteitä arvonluonnin näkökulmasta ei erikseen eritelty. Perheyriyksiin
liittyvän pääomasijoitustoiminnan tutkimus on nuorta niin Suomessa kuin muualla Eu-
roopassa, vaikka esimerkiksi perheyriykset ovat suurimpia pääomasijoituksen saajia
Italiassa, Ranskassa ja Isossa-Britanniassa (CMBOR 2005; Dawson 2011 mukaan).
Erään tutkimuksen mukaan kappalemääräisesti noin 29 % kaikista Euroopan enemmis-
töpääomasijoituksista olisi tehty perheyriyksiin vuosien 1998 ja 2007 välillä (Scholes
et al. 2009).

Tutkimuksessa koitetaan todentaa väitteitä pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden markki-
noita paremmasta taloudellisesta suoriutumisesta ja paneutua pääomasijoittajien arvon
luonnin mekanismeihin kohdeyriyksen toiminnassa, perheyriyksen erityisessä konteks-
tissa. Tämän tutkimuksen tavoitteena on lähentää pääomasijoittajien laadullisiin arvon-
luontimekanismeihin ja perheyriyksiin liittyvää tutkimusta, tutkimalla miten pääomasi-
joittajat luovat arvoa perheyriyksissä. Työ vastaa samalla myös Kauppa- ja teollisuus-

ministeriön (KTM 2005) kutsuun ehkäistä sukupolvenvaihdosten epäonnistumisia ja edistää suomalaisten perheyriysten jatkuvuutta.

Tämän työn tavoitteena on jatkaa aiempaa pääomasijoitustoiminnan tutkimusta selvittämällä miten perheyriykset voivat olla erilaisia ei-perheyriyksiin verrattuna pääomasijoittajan arvonluonnin näkökulmasta, sekä kartoittaa minkälaisia arvonluontimekanismeja pääomasijoittajat käyttävät perheyriyksissä. Kootusti tutkimuksen tavoitteena on selvittää:

1. Millä tavoin perheyriykset voivat olla erilaisia kuin vastaavat ei-perheyriykset pääomasijoittajan arvonluonnin näkökulmasta?
2. Mitä ovat pääomasijoittajien käyttämiä arvonluontimekanismeja perheyriyksissä?

Tutkimuksen kirjallisuuskatsaus pyrkii vastaamaan ensimmäiseen tutkimuskysymykseen ja tutkimuksen empiirinen osa yhdessä kirjallisuuskatsauksen kanssa pyrkivät vastaamaan toiseen tutkimuskysymykseen.

1.2 Tutkimusmenetelmät ja rajaus

Tutkimuksen tutkimusstrategiana on laadullinen tapaustutkimus ja menetelmänä puoli-strukturoitu haastattelu. Tutkimuksen empiirisen aineiston muodostavat pääasiassa kolmen tapausyriyksen edustajien kanssa käydyt haastattelut, joissa selvitettiin kahdessa perheyriyksessä ja yhdessä ei-perheyriyksessä pääomasijoittajan käyttämiä arvonluontimekanismeja, sekä tapausyriysten liiketoimintaan vaikuttaneita ominaispiirteitä. Tutkimuksen empiiristä aineistoa tukee työn teoriaosuudessa tehty kirjallisuuskatsaus. Lisäksi taloudellista tietoa tapausyriysten suorituskyvystä sijoituskaudella etsittiin kahdesta yriytystietokannasta.

Tutkimus käsittelee suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden tekemiä pääomasijoituksia suomalaisiin perheyriyksiin. Tarkemmin tutkimus käsittelee lähinnä pääomasijoittajien tekemiä enemmistö-pääomasijoituksia (engl. buyout), joissa pääomasijoittaja hankkii siis osakkeiden enemmistöosuuden sijoitustaan vastaan. Kirjallisuuskatsauksessa käsiteltävät aiemmat tutkimukset pääomasijoituksista pohjautuvat pääasiassa myöhemmän kehitysvaiheen pääomasijoituksiin (engl. private equity) eikä varhaisen kasvuvaiheen (engl. venture capital) vähemmistö-pääomasijoituksiin. Tämä tutkimus ei ota kantaa pääomasijoittajien ja yriytystään myyvien henkilöiden tai perheiden dynamiikkaan yriytiskauppaa edeltävänä aikakautena, eikä keskity yriytiskauppaprosessiin, vaan pääomasijoittajan arvonluontiin omistusjärjestelyn jälkeisenä aikana sijoituskaudella. Tutkimus ei siis lisää ymmärrystä sukupolvenvaihdosprosessista, jossa sukupolvenvaihdosta suunnitellaan ja siihen valmistaudutaan, tai siitä miten pääomasijoitusyhtiö valitsee potentiaalisia kohdeyhtiöitään.

Tutkimuksen ulkopuolelle rajattiin myös erinäisten makrotaloudellisten tekijöiden ja yritysten toimialan tai koon vaikutukset niiden taloudelliseen menestymiseen sijoituskaudella. Näin taloudellisen toimintaympäristön, kuten kansantalouden nousu- ja las-
kusuhdanteiden sekä lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutuksiin ei oteta kantaa. Tämä
valinta tehtiin osin tutkimukseen soveltuvien yritysten hyvin pienestä populaatiosta.

Pääomasijoittamista tutkiva kirjallisuus voidaan jakaa karkeasti taloudellisten vaikutus-
ten tutkimukseen (vaikuttavuuteen), joissa verrataan kohdeyritysten suorituskykyä sa-
man toimialan verrokkiyrityksiin tai sijoitustoiminnan vaikutuksia laajempaan kansanta-
louteen ja tutkimussuuntaukseen pääomasijoittajan arvionluonnin mekanismeista, eli
niistä keinoista, joilla kasvu ja kohdeyrityksen kehitys saavutetaan (Alemany & Marti
2005). Tässä tutkimuksessa siis käytetään samaa jakoa, kuin aiemmissa pääomasijoit-
tamiseen kohdistuneissa suomalaisissa tutkimuksissa (Järvenpää 2014; Alén 2012).
Pääomasijoittajan arvionluontiin liittyvä tutkimussuuntaus jakautuu Järvenpään (2014)
mukaan edelleen kohdeyritysten valitsemiseen, arvionluonnin mekanismien ja pääomasi-
joittajan ominaisuuksien tutkimiseen. Tämän tutkimuksen aiheena on arvionluonnin me-
kanismit, joten pääomasijoittajan arvionluonti, joka liittyy mahdolliseen sijoituskohtei-
den ylivertaiseen valitsemiseen tai pääomasijoittajan kokoon, kokemukseen tai ikään
katsotaan kuuluvan tämän tutkimuksen aihepiiriin ulkopuolelle. Myös pääomasijoittajan
kehitysvaiheeseen, toimialaan tai tavoiteltuun omistussuhteeseen erikoistumisen vaikutus
jätetään tämän tutkimuksen ulkopuolelle, vähäisen perheyriityksiin liittyvän empiirisen
tutkimusaineiston perusteella.

1.3 Työn rakenne

Diplomityössä on yhteensä 6 osaa. Johdannon jälkeen toisessa kappaleessa tarkastellaan
perheyriityskirjallisuuden teoreettisia viitekehyksiä, perheyriitysten erityispiirteitä sekä
pääomasijoitustutkimusta yhteensä 7 alaluvussa. Toisen kappaleen ensimmäiset 4 alalu-
kua käsittelevät perheyriityskirjallisuutta, joista viimeinen alaluku käsittelee perheyriitys-
ten erityispiirteitä selittäviä teorioita, jotka muodostavat työn teoreettisen rungon. Toi-
sen kappaleen 5. alaluku jakautuu edelleen kolmeen alalukuun, jotka käsittelevät pää-
omasijoitustoiminnan rakennetta ja vaikuttavuutta perheyriityksissä ja ei-
perheyriityksissä. Toisen kappaleen 6. alaluvussa analysoidaan perheyriityskirjallisuude-
sta tunnistettuja teorioita ja arvioidaan pääomasijoittajien mahdollisia arvionluontimeka-
nismeja perheyriityksissä niiden pohjalta.

Kolmannessa kappaleessa esitellään työn tutkimusmenetelmät ja aineiston keruun pro-
sessi, sekä kuvataan miten haastatteluaineistoa on analysoitu. 4. kappaleessa esitellään
työn tulokset ja 5. kappaleessa analysoidaan työssä havaittuja löydöksiä. 5. kappale ja-
kaantuu 5 alalukuun, joissa 4 ensimmäisessä verrataan eri tapausriityksissä havaittuja
arvionluontimekanismeja keskenään sekä aiempiin tutkimuksiin. Viimeisessä alaluvussa
arvioidaan tuloksia kriittisesti niiden yleistettävyyden, luotettavuuden ja validiteetin
näkökulmasta. Viimeisen kappaleen 4 alaluvussa esitellään tutkimuksen johtopäätökset

ja rajoitteet, arvioidaan tutkimuksen onnistuminen tavoitteisiin nähden sekä kuvataan mielenkiintoisia jatkotutkimusmahdollisuuksia.

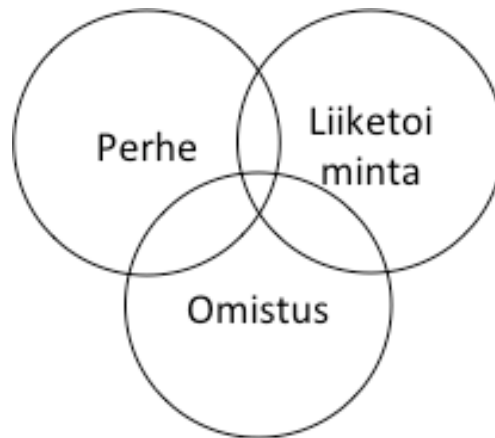
2. TEOREETTINEN TAUSTA

Tämän kappaleen tarkoituksena on koota yhteen ja tiivistää aiempi tutkimus perheyri-tyksistä ja pääomasijoittajien vaikuttavuudesta sekä pääomasijoittajien tavoista tuottaa arvoa perheyri-tyksissä. Kirjallisuuskatsauksessa esitellään perheyri-tysten erityispiirtei-den vaikutusta niiden taloudelliseen suorituskyyyn sekä näitä erityispiirteitä selittäviä valittuja perheyri-tysteorioita. Tämän jälkeen esitellään pääomasijoitustoiminnan raken-ne ja tutkimuksia pääomasijoittajien vaikuttavuudesta kohdeyri-tyksissä. Analysoimalla eri perheyri-tyskirjallisuuden teorioita, tämä kappale tunnistaa mahdollisia keinoja, joilla pääomasijoittajat voisivat luoda arvoa perheyri-tyksiin kohdistuvissa pääomasijoituksis-sa. Tämän analyysin tulokset vaikuttavat empiirisen tapaustutkimuksen toteutukseen ja myöhempään haastattelutulosten analysointiin.

2.1 Perheyri-tyksen määritelmä

Perheyri-tyksen määrittely on ollut perinteisesti ristiriitainen prosessi, ja yleensä on riip-punut vahvasti kontekstista tai tieteenalasta, mitä määritelmää on käytetty (Tourunen 2009; Sharma 2004; Rautiainen 2012). Perheyri-tystutkimuksen alkuaikoina määritelmä sovitettiin tutkittavan ilmiön mukaan, joka on vaikeuttanut tutkimusten vertailukelpoi-suutta myöhemmin. Määritelmän vaikeus on tyypillistä nuorelle tutkimussuuntaukselle; myös yrittäjäyystutkimuksella oli samoja ongelmia sen alkuaikoina. (Sten 2006) Vaikka-kin perheyri-tyksen tarkasta määritelmästä ei ole yksimielisyyttä, niin yleisesti sen vaadi-taan sisällyttävän elementtejä perheestä, omistuksesta ja liiketoiminnasta (kuva 1).

Olennaista perheyriksen määritelmässä on se, että perhe omistuksen, hallinnon ja johdon kautta kontrolloi yritystä vaikka perheellä tai suvulla ei olisikaan yrityksen äänival- lasta enemmistöä (Tourunen 2009). Yleisesti perheyriksen määritelmään lisätään vielä käsitys toiminnan jatkuvuudesta, eli mahdollisen jatkajan olemassaolo tai potentiaali mahdolliseen sukupolvenvaihdokseen (Churchill & Hatten 1987).



Kuva 1: Perheyriksen keskeiset ulottuvuudet (Tagiuri & Davis 1982).

Useassa kansantaloudessa suurimmassa osassa yrityksiä on merkittävä mutta vaihteleva perheen ”vaikutus” liiketoimintaan (Tsang 2002), joten tietyt tutkijat ovat kyseenalaistaneet perheyriksen tasalaatuisuuden. Määritelmän vaikeutta kuvaa esimerkiksi Chuan et al. tutkimus (1999), jossa he löysivät yhteensä 21 erilaista määritelmää perheyrikselle noin 250:sta alan tutkimuksesta. Lisäksi monessa tutkimuksessa ei määritellä tarkemmin mitä perhe tarkoittaa; tämä vaikeuttaa tutkimusten vertailukelpoisuutta kansainvälisessä kontekstissa, jossa perheiden ja kulttuurien merkitys eroaa maantieteellisesti sekä myös ajan kuluessa (Astrachan et al. 2002; Rautiainen 2014 mukaan). Osassa aiempia tutkimuksia perheyriksen tunnistamisessa on käytetty yksiselitteisen objektiivisen määritelmän puuttuessa suoraa kysymystä yritysten omistajilta siitä, mieltävätkö ne yrityksensä perheyriksiksi (esimerkiksi CMBOR 2005; Howorth et al. 2004). Toisaalta tämänkin lähestymistavan on havaittu tuottavan ristiriitaisia johtopäätöksiä eri tutkimuksissa (Chua et al. 1999).

Suomessa Kauppa- ja teollisuusministeriön 3.11.2004 asettaman perheyriksityöryhmän yhdeksi tehtäväksi kuului ehdotuksen tekeminen perheyriksen määritelmäksi. Tehdyssä määritelmässä (KTM 2005) perheyriksitys toimii yläkäsitteenä, ja sen alla on määritelty erikseen käsite perheyriksitys eli vain yhtiömuotoiset perheyriksitykset. Työryhmän ehdotuksen mukaan yritys on perheyriksitys seuraavin ehdoin:

1. Äänivaltaenemmistö on yrityksen perustaneella/perustaneilla luonnollisella henkilöllä/henkilöillä tai yrityksen osakekannan hankkineella luonnollisella henki-

- löllä/hankkineilla luonnollisilla henkilöillä tai heidän puolisoillaan, vanhemmil-
laan, lapsellaan tai lapsen rintaperillisillään.
2. Äänivaltaenemmistö voi olla välillistä tai välitöntä.
 3. Vähintään yksi suvun tai perheen edustajista on mukana yrityksen toiminnassa, johdossa tai hallinnossa.
 4. Listatut yhtiöt täyttävät perheyhtiömääritelmän, mikäli yrityksen perustajalla tai yrityksen osakekannan ostaneella henkilöllä tai heidän perheellään tai jälkeläisellään on 25 prosentin osuus yhtiön osakkeiden tuottamasta äänivallasta.

Määritelmä on Euroopan Unionin erikoisraportin (2009) mukaan kattava, käytännönläheinen ja sekä laajalti hyväksytty (esimerkiksi Euroopan perheyritysten liiton GEEF:n ja siten myös Suomen Perheyritysten liiton hyväksymä). Euroopan Komissio teki myöhemmin (2009) virallisen oman määritelmänsä, joka pääosin pohjautui KTM:n määritelmään, mutta sanamuotoja vaihtamalla sisällytti siihen myös yksityiset ammatinharjoittajat sekä perheyritykset, joissa sukupolvenvaihdosta ei vielä ole tehty. Tähän vaikutti varmasti se, että heidän teettämässään kyselytutkimuksessa Euroopan alueella noin kolmasosa vastanneista asiantuntijoista piti itsenäisiä ammatinharjoittajia perheyrityksinä.

Tässä tutkimuksessa perheyhtiön määritelmänä käytetään yllä kuvattua KTM:n työryhmän julkaisemaa määritelmää, jota on perusteltua käyttää, koska se on julkistamisestaan lähtien ollut suomalaisessa perheyritystutkimuksessa käytössä (Tourunen 2009; Kurkela & Vuori 2010; Sievänen 2015) sekä kuten aiemmin todettiin, myös Suomen Perheyritysten Liiton (2016) käyttämä, jonka johdosta sen katsotaan olevan Suomen kansallisessa kontekstissa virallisin.

Euroopan Komission suosittelemaa määritelmää ei siis käytetä, koska siihen sisällytetään luonnollisen henkilön harjoittama elinkeino- tai liiketoiminta, jota voidaan kutsua elinkeino-, liikkeen- tai ammatinharjoittamiseksi. Kyseisessä liiketoiminnan muodossa yrittäjän omaisuus ja velat ovat hänen omassa omistuksessaan ilman, että yrittäjän henkilön ja yritystoiminnan välissä olisi avoin yhtiö, kommandiittiyhtiö tai osakeyhtiö. Yrittäjän harjoittama liike tai ammatti ei ole irrotettavissa erilleen yrittäjästä, vaan nämä muodostavat kokonaisuuden. Näissä liiketoiminnan muodoissa ei myöskään synny yritysvarallisuutta, jota voisi siirtää sukupolvelta toiselle. (KTM 2005)

2.2 Perheyritystutkimus Suomessa

Viime vuosikymmenten aikana perheyritystutkimus on saanut kasvavaa mielenkiintoa Suomessa, ja kokenut voimakkaan sysäyksen eteenpäin 2000 –luvulla (esimerkiksi Kurkela & Vuori 2010; Littunen & Hyrsky 2000). Perheyritystutkimusta voidaan pitää tärkeänä, koska muiden yritysmuotojen pohjalta kehitellyt teoriat ja mallit eivät välttämättä suoraan sovellu perheyrityksen tapauksessa. Tämä johtuu siitä, ettei niissä oteta huomioon perheen vaikutusta liiketoimintaan (Chrisman et al. 2003). Perheyrityksiä on

tutkittu monesta eri näkökulmasta, erityisesti perheen ja yrityksen tasolla, ja erilaisia teorioita on koitettu yhdistää laajempien viitekehysten piiriin (Pieper & Klein 2007).

Aikaisempi akateeminen tutkimus Suomessa on keskittynyt pitkälti sukupolvenvaihdostilanteeseen yrityksen (perheen) näkökulmasta, perheyriyten hyvään hallintotapaan (corporate governance), yritysysteistyöhön tai strategiseen uusiutumiseen (Hautala 2006). Uudemmat tutkimukset ovat käsitelleet mm. perheyriyten dynamiikan tutkimista konserneissa (Rautiainen 2012), arvoperusteisen kulttuurin rakentamista perheyriyksessä (Nemilentsev 2013) sekä mikä perhedynamiikan rooli on osakkeenomistajien käyttäytymisen kehityksessä (López-Vergara 2013).

Pääomasijoittajien vaikutusta perheyriyten toimintaan ei ole suoraan Suomessa parhaan näkemykseni mukaan tutkittu aiemmin. Sievänen (2015) tutki miten julkisesti noteerattujen yritysten perheomistuspohja vaikutti yritysten taloudelliseen suorituskyyyn vuosina 2007 – 2013. Tutkimuksessa pörssissä listatut yritykset jaettiin neljään omistajakategoriaan niiden ankkuriomistajien mukaan (vähintään 25% osuus äänivallasta, hallitseva osakkeenomistaja): perhe-, rahoituksellinen, valtiollinen ja strateginen ankkuriomistaja. Rahoituksellisena ankkuriomistajana pidetään pääomasijoitusyhtiötä tai muuta sijoitusyhtiötä, kun taas strategisena ankkuriomistajana pidetään toista yritystä. Tutkimuksen mukaan perhe tai suku ankkuriomistajana ei vaikuttanut yrityksen parempaan taloudelliseen suorituskyyyn verrattuna muihin ankkuriomistajiin. Toisaalta kun verrattiin kaikkia listattuja perheyriyksiä listattuihin ei-perheyriyksiin, havaittiin perheyriyten menestyvän keskimääräisesti paremmin ROA:lla mitattuna. Sen sijaan Tobinin Q:lla mitattuna yritykset, joissa oli rahoituksellinen omistaja menestyivät paremmin muihin ankkuriomistajiin nähden, tosin kirjoittaja epäili Tobinin Q:n validiteettia yhtenä taloudellisen suorituskyyyn mittarina finanssikriisin jälkeisessä alhaisten korkotasojen ympäristössä, joka kenties vaikutti liian korkeisiin kiinteän omaisuuden arvoihin ja siten kyseenalaisiin Tobinin Q:n arvoihin.

Sieväsen tutkimuksessa ei tutkittu miten eri ankkuriomistajien yhdistelmät mahdollisesti suoriutuivat taloudellisesti (esimerkiksi perheyritys vähemmistöomistajana ja pääomasijoitusyhtiö enemmistöomistajana), lähin tällainen tulos voidaan löytää Mauryn ja Pajusteen (2005) tutkimuksesta, joissa he tutkivat usean ankkuriomistajan yhteyttä yrityksen arvostukseen. He tutkivat 136 suomalaista listattua pörssiyritystä (pl. rahoituslaitokset), joissa oli ainakin yksi iso osakkeenomistaja (määriteltynä siten, että omistus oli vähintään 10% yrityksen äänivallasta) vuosien 1993 – 2000 aikana. Mauryn ja Pajusteen tulosten mukaan yhtiön arvostus (Tobinin Q:lla mitattuna) nousee kun yrityksen äänivalta jakautuu tasaisemmin eri omistajaryhmien kesken. He havaitsivat myös, että perheyriyksissä yrityksen arvo oli keskimääräisesti korkeampi jos toisena ankkuriomistajana oli toinen ei-perheyritys, tyypillisesti rahoituslaitos. Tämä vaikutus on heidän mukaansa korostunut perheyriyksissä, joiden hallituksessa tai johdossa on perheenjäseniä ja jotka ovat taipuvaisempia henkilökohtaisen hyödyn tavoitteluun yrityksen edun kustannuksella, jos heitä ei ole valvomassa toinen vahva osakkeenomistaja.

2.3 Perheyriitysten erityispiirteet

Kirjallisuudessa yleisesti hyväksytään, että perheen vaikutus liiketoimintaan tekee perheyriityksestä erityislaatuiseen muihin yrityksiin nähden (Chua et al. 1999). Erityislaadun tuottaa omistajuuden, hallinnointitavan, johtajuuden ja liiketoiminnan jatkuvuuden vaikutus yrityksen tavoitteisiin, strategiaan, rakenteeseen, sekä se tapa miten näitä edellä mainittuja suunnitellaan ja toimeenpannaan (Chu et al. 1999). Erityislaatuisuuteen sisältyy, että perheyriityksen liiketoiminnalliset tavoitteet eivät välttämättä ole puhtaasti taloudellisia, vaan yrityksen tavoitteena voi olla esimerkiksi hyvien suhteiden ylläpitäminen eri sidosryhmiin (työntekijöihin, toimittajiin) tai omistuksen pitäminen perheen piirissä (Kammenlander et al. 2015; Miller et al. 2008). Perheyriitystutkimuksen ytimessä on ajatus siitä, että perhe ja perheenjäsenet vaikuttavat perheyriityksen liiketoimintaan tavoilla, joita ei-perheyriitysten johtajien perheenjäsenet eivät voi käyttää ei-perheyriityksissä (Lansberg 1983).

Perheyriitysten erityispiirteinä voidaan pitää mm. pitkäaikaista sitoutumista yritykseen, vastuullisuutta yritystoiminnassa, pitkäjänteistä investointihorisonttia, valinnanvapautta toteuttaa omaa strategiaa (ei painetta julkisilta osakkeenomistajilta tai aggressiivisia valtausyriityksiä), selviytymiskykyä taloudellisesti vaikeina aikoina, päätöksenteon ketteryyttä alhaisen byrokratian johdosta sekä pienempiä agenttikustannuksia muihin omistuspohjiin verrattuna (Kets de Vries 1993; Jensen & Mecling 1976; Tourunen 2009; James 1999). Perheen pitkäjänteinen sitoutuminen yritykseen voi näyttäytyä myös alentuneina pankkilainojen korkoina, koska perheyriityksen johto pysyy tyypillisesti toimesaan pitkään ja nauttii potentiaalisesti luotonantajien luottamusta (Anderson & Reeb 2003). Yksi ominaisimmista piirteistä on lisäksi perheyriityksen pyrkimys pitää omistus perheen tai suvun sisällä sukupolvien yli (esimerkiksi Chua et al. 1999; Churchill & Hatten 1987).

Toisaalta perheyriitysten erityispiirteiksi on katsottu myös riskien välttely liiketoiminnassa, alhainen investointihalukkuus, altruismi, pyrkimys välttää vierasta pääomaa, henkilöitynyt johtaminen, perheriitojen vaikutukset liiketoimintaan sekä perheenjäsentien kokemaa mahdollinen epätasainen voittojen jako suhteessa työsuorituksiin (Kets de Vries 1993; Lansberg, 1983). Nepotismin johdosta perheyriitykset rekrytoivat johtoon tyypillisesti perheenjäseniään tai muuta sukua, ja näin työmarkkinoiden tarjoamat mahdollisuudet jätetään käyttämättä. Tämä saattaa asettaa ne epäedulliseen kilpailuasemaan suhteessa ei-perheyriityksiin (Anderson & Reeb 2003). Myös agenttikustannusten voidaan tietyissä tilanteissa katsoa olevan itse asiassa korostetumpia ja korkeampia perheyriityksissä (Dyer 2006), jos esimerkiksi johtotehtävissä työskentelevät perheenjäsenet käyttävät asemaansa henkilökohtaisten etujen tavoitteluun yrityksen kustannuksella (Poutziouris et al. 2015). Myös perheyriitysten ei-taloudelliset tavoitteet voivat olla omistaja-yrittäjille taloudellisia tärkeämpiä, joka voi hidastaa liiketoiminnan kehitystä ja kasvua (esimerkiksi Ahlers et al. 2014; Block et al. 2011).

Näiden erityispiirteiden vaikutusta perheyriyksen liiketoimintaan ja perheyriyksen taloudellista suorituskykyä verrattuna ei-perheyriykseen on tutkittu laajalti eri kansantalouksissa (esimerkiksi Lappalainen 2014; Maury 2006; Habbershon & Wright 1999; Sievänen 2015; Anderson & Reeb 2003). Erityispiirteiden on havaittu vaikuttavan perheyriyksen kannattavuuteen (Poutziouris et al. 2015), investointihalukkuuteen (Lappalainen 2014), tuottavuuteen (Barbera & Moores 2013; Croce & Martí 2016), innovatiivisuuteen (Chrisman et al. 2015), kasvuun sekä yritysarvoon (esimerkiksi Chrisman et al. 2012).

Pääomasijoittajan näkökulmasta erityisen kiinnostavia ovat erityispiirteiden vaikutukset perheyriyksen kannattavuuteen ja investointihalukkuuteen, jotka tärkeitä tekijöitä arvioitaessa yrityksen taloudellista asemaa sekä ennustettaessa yrityksen kykyä tuottaa positiivista tulevaisuuden kassavirtaa (Dawson 2006; Ahlers et al. 2014). Perheyriyksen erityispiirteiden vaikutuksia näihin käsitellään seuraavissa kahdessa alaluvussa.

2.3.1 Erityispiirteiden vaikutukset kannattavuuteen

Perheyriyksissä omistajat valvovat läheisesti omia rahojansa ja heidän voi olettaa olevan erityisen tarkkoja varojensa käytön suhteen (Tourunen 2009). Useiden tutkijoiden mukaan perheyriyksen on havaittu menestyvän kannattavuudeltaan jonkin verran paremmin kuin ei-perheyriyksen (Andersson & Reeb 2003; Lee 2006; Poutziouris et al. 2015; Andres 2008; Maury 2006; Pajarinen & Ylä-Anttila 2006; Sraer & Thesmar 2007). Tutkimuksissa käytetyt kannattavuuden mittarit ovat olleet yleensä oman pääoman tuottoon perustuvia, sekä tutkitut perheyriykset tyypillisesti julkisesti pörssissä noteerattuja osakeyhtiöitä (Tourunen 2009). Myös tutkimuksissa käytettyjen perheyriyksen määritelmässä on eroja. Kirjallisuudessa esiintyy myös vastakkaisia havaintoja, kuitenkin huomattavasti harvalukuisempina. Gorriz & Fumas (1996) eivät löytäneet kannattavuuseroja perheyriyksen ja ei-perheyriyksen kesken laajassa Espanjan pörssiyrityksiä koskevassa tutkimuksessaan, tulokset vahvisti myöhemmin Sacristán-Navarro et al. vuonna 2011 julkaistussa samassa maassa tehdyssä tutkimuksessa. Myös McConaughy & Phillips (1999) löysivät tutkimuksessaan viitteitä siitä, että perheyriykset olisivat vähemmän kannattavia kuin ei-perheyriykset, mutta havainnot eivät kuitenkaan olleet tilastollisesti merkittäviä.

Nämä eroavat havainnot ainakin Yhdysvaltoihin nähden voidaan osaksi selittää institutionaalisilla ja rakenne-eroilla: Yhdysvalloissa yritykset ovat keskimäärin teknologiain-
tensiivisempiä ja pääomamarkkinoilla on vahva omistuksen vähemmistösuoja, mikä vaikuttaa oman pääomanehtoisen rahoituksen saatavuuteen ja sitä kautta kannattavaan kasvuun (Pajarinen & Ylä-Anttila 2006). Suomessa perheyriyksen kannattavuutta ovat tutkineet Tourunen (2009) ja Pajarinen & Ylä-Anttila (2006). Tourunen teki kattavan kokonaisselvityksen perheyriyksen määrästä, toimialarakenteesta ja taloudellisesta merkityksestä Suomessa 2000 –luvun alussa, ja havaitsi keskisuurten sekä suurten perheyriyksen olleen hieman kannattavampia sijoitetun pääoman tuotolla mitattuna kuin muilla

tavoilla omistetut yritykset. Hän myös havaitsi molemmissa kokoluokissa ensimmäisen polven perheyriyten olleen kannattavimpia. Saman tutkimuksen mukaan vähintään yhden palkatun henkilön työllistävät pienet perheyriykset olivat selvästi kannattavampia kokonaispääoman tuotolla mitattuna kuin vastaavan kokoiset muilla tavoin omistetut yritykset. Pajarinen & Ylä-Anttila tutkivat 500 suurimman suomalaisen yrityksen tilinpäätöstietoja vuosien 1986-2004 välillä ja havaitsivat perheyriyten olleen kannattavuudeltaan (oman pääoman tuotolla mitattuna) ja vakavaraisuudeltaan vähintään yhtä hyviä kuin ulkomaalaisomisteiset, hajautetusti omistetut pörssiyritykset sekä valtionyritykset. Tutkimuksessa tarkasteltiin suuria ja vakiintuneita perheyriyksiä, mikä aineiston perusteella tarkoitti käytännössä jälkeläisten omistamia ja johtamia perheyriyksiä eli vähintään toisen sukupolven perheyriyksiä.

Useat tutkijat ovat havainneet, että kun perheyriyksen johdossa, toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana, toimii aktiivisesti yrityksen perustaja, on taloudellinen suorituskyky parempi kuin perheyriyksissä, joissa on toisen sukupolven johto (Anderson & Reeb 2003; Villalonga & Amit 2006; Sraer & Thesmar 2007; Andres 2008; Tourunen 2009). Suorituskyky on useiden tutkijoiden mukaan parhaimmillaan, kun yrityksen perustaja toimii toimitusjohtajana. Parempaa suorituskykyä selittävät perheyriyksen perustajan vaikutusvalta ja ainutlaatuiset arvoa lisäävät resurssit, perustajan syvempi suhde yritykseen ja sen muihin osakkeenomistajiin sekä pienemmät agenttikustannukset. Ilmiön nimenä on kirjallisuudessa esiintynyt niin sanottu perustaja-efekti (Andres 2008) ja sen on havaittu toteutuvan eri lainsäädännöllisissä ympäristöissä sekä eri aikajäniteillä Yhdysvalloissa ja Euroopassa (Maury 2006; Andres 2008). Tosin myös osin vastakkaisia tuloksia löytyy, jossa seuraavan sukupolven heikentävää vaikutusta kannattavuuteen ei löydetty (Poutziouris et al. 2015). Suomen kontekstissa tehdyssä perheyriyten suorituskykyä tutkivassa tutkimuksessa Sievänen (2015) ei löytänyt todisteita perustaja efektistä pörssinoteeratuista perheyriyksistä, mikä on osin ristiriidassa Tourusen (2009) tutkimustulosten kanssa.

Joissain tutkimuksissa on havaittu olevan olemassa tietty perustavan perheen omistuosuuden raja-arvo, jossa perheyriyten suorituskyky on parhaimmillaan. Andersonin & Reebin (2003) tutkimuksessa tämä oli noin 30,8 % kaikista äänivallallisista osakkeista, kun käyttökatetta käytettiin laskettaessa oman pääoman tuottoa. Poutziouriksen et al. (2015) tutkimuksessa raja-arvo oli niinkään noin 31 % kun kannattavuutta mitattiin samalla tavalla. Myös Maury (2006) havaitsi, että perheen omistuksen määrä on epälineaarisessa yhteydessä perheyriyksen suorituskykyyn. Samanlaisia raja-arvoja voidaan tutkijoiden mukaan havaita myös kun oman pääoman tuottoa mitataan nettotuloksella tai yritysarvoa Tobinin Q:lla. Yhden tulkinnan mukaan havaittujen raja-arvojen jälkeen taloudellinen suorituskyky laskee samalla kun omistuosuus nousee, koska perhejohdon kasvavalle opportunistille ei löydy rajoittavaa valvojaa muista osakkeenomistajista (Poutziouris et al. 2015).

On olemassa siis tutkimusaineistoa, että suurena joukkona perheyrietykset olisivat kannattavampia kuin ei-perheyrietykset, varsinkin silloin kun yritystä johtaa yrityksen perustaja. Tämän tutkimuksen kannalta on mielenkiintoista, millä keinoilla optimaalista suorituskykyä tulisi pyrkiä säilyttämään, jos perhe omistaisi yrityksestä vähemmistön ja enemmistössä olisi toinen yksittäinen aktiivinen omistaja, kuten esimerkiksi pääomasi-joitusyhtiö.

2.3.2 Erityispiirteiden vaikutukset investointihalukkuuteen

Perheyrietykset ovat päätöksenteossaan ketteriä, koska varsinkin pienissä ja keskisuuris-sa perheyrietyksissä päätösten prosessointi ei edellytä monikerroksista ja mahdollisesti eripuraista käsittelyä, ja päätökset perustuvat hiljaisen ja eksaktin tiedon yhdistelmästä syntyvään taitoon ja kokemukseen (Tourunen 2009). Tähän vaikuttaa myös perheyrietyksen kulttuuri, jossa työntekijät tunnetaan henkilökohtaisesti ja jossa puheyhteys ylem-pään johtoon on suurempi (Kets de Vries 1993).

Teecen et al. (1999) mukaan muuttuvassa toimintaympäristössä yrityksen kilpailuky-kyyn vaikuttavat olennaisesti sen dynaamiset kyvykkyydet eli yrityksen kyvyt ajoissa sopeuttaa, uudistaa ja integroida organisaation sisäisiä ja ulkoisia resursseja sekä osaa-misalueita markkinoiden vaatimuksiin. Perheyrietyksissä näitä kyvykkyyksiä edistää niiden kyky tehdä kokemukseen perustuvia päätöksiä nopeasti. Tourunen (2009) mu-kaan tutkimuskirjallisuudessa on tunnistettu, että nämä tekijät yhdessä: pitkäjänteisyys, päätöksenteon nopeus, ja ainutlaatuisiksi pääomaksi kertynyt tieto ja tiedon integraatio parantavat investointikohteiden valintaa, ajoitusta ja mitoitusta ja tätä kautta myös per-heyrietyksen kannattavuutta. Myös muiden tutkijoiden mukaan perheyrietykset tekevät parempia investointipäätöksiä, koska heillä on enemmän yksityiskohtaista tietoa yrityk-sensä tilasta (James 1999; Sirmon & Hitt 2003). Liiketoiminnan pitkäjänteisyys ja sen säilyminen seuraaville sukupolville, lopputuotteiden laatu ja yrityksen maine ovat per-heyrietyksille tärkeitä, mikä kanssa osaltaan ohjaa tehokkaaseen ja maltilliseen investoin-titoimintaan (Anderson & Reeb 2003; James 1999; Anderson et al. 2003).

Zahran et al. (2004) mukaan ajan kuluessa perheyrietykset saattavat muuttua konservatiivisiksi, haluttomiksi tai kykenemättömiksi ottaa yrittäjämäistä riskiä. Tämä johtuu pyr-kimyksistä rakentaa kestävä perintö jälkipolville, ja koska uusissa liiketoiminnan ava-uksissa on yleensä suuri riski epäonnistua tai tuhota perheen vaurautta. Perheyrietyksen konservatiiviset strategiat saattavat myös juontua niiden organisaatiokulttuurista. Näin siis perheyrietykset olisivat innovatiivisimpia ja yritteliäimpiä yrityksen perustamisvai-heessa, osin perustajan yrittäjämäisen asenteen ja innon inspiroimina (Poutziouris et al. 2015), mutta ajan kuluessa ja seuraavien sukupolvien siirtyessä johtoon yritystoiminta taantuisi luonteeltaan konservatiivisemmaksi jo saavutetun liiketoiminnan suojelemi-seksi ja ylläpitämiseksi, jotta se voitaisiin siirtää seuraavalle sukupolvelle.

Löydökset perheyritysten konservatiivisesta riskinotosta saa tukea myös Suomessa. Lappalaisen (2014) mukaan suomalaiset pienet ja keskisuuret perheyritykset kohtaavat useammin taloudellisia vaikeuksia ja hylkäävät potentiaalisia investointimahdollisuuksia useammin verrattuna muihin ei-perheyrityksiin. Myös Hyytinen & Väänänen (2006) havaitsivat taloudellisten rajoitteiden vaikeuttavan suomalaisten pk-yritysten investointeja ja siten kasvua. Syyt investointien hylkäämiseen liittyvät rahoituksen riittämättömyyteen, riskien välttelyyn, haluttomuuteen investoida ja vieraan pääoman välttelyyn. Lappalaisen (2014) tutkimuksen mukaan myös omistuksen suuruus vaikuttaa halukkuuteen investoida; korkean perheomistuksen yrityksissä tehdään todennäköisesti vähemmän investointeja.

Myös Naldi et al. (2007) havaitsivat perheyritysten riskinottoa koskeneessa tutkimuksessaan, että perheyritykset seuraavat ei-perheyrityksiä todennäköisemmin riskittömämpiä ja konservatiivisia investointistrategioita sekä, että perheyritysten riskinotto on negatiivisesti verrannollinen niiden taloudelliseen suorituskyykyyn. Mielenkiintoisesti Naldi et al. (2007) perustelee havaintojaan ainakin osaksi samalla tavalla kuten Tourunen (2009) väitti myöhemmin perheyritysten tekevän parempia investointipäätöksiä, eli epämuodollisella, kokemukseen perustuvalla päätöksenteolla ja ainutlaatuisesti kertyneellä tietopääomalla. Naldin et al. (2007) mukaan investointitoiminta ja riskinotto ei perustu muodollisiin ja systemaattisiin prosesseihin perheyrityksissä, eikä päätöksenteossa kuunnella tarpeeksi ulkopuolisia asiantuntijoita. Tämän johdosta investointitoiminta voi olla vähän ymmärrettyä sekä sen vaikutuksia vaikea ennustaa perheyrityksissä.

Vähäistä investointiaktiiviteettia varsinkin pienemmissä perheyrityksissä voi selittää myös yrityksen ulkopuolisen rahoituksen saannin vaikeudella tai mieltymyksellä käyttää oman pääoman ehtoista rahoitusta investointeihin. Pääomakuilu on ero markkinoilta saatavilla olevan rahoituksen ja rahoituksentarpeen välillä, joka on monen pk-yrityksen ongelma kansantalouden rahoitusmarkkinoiden rakenteen johdosta esimerkiksi Isossa-Britanniassa (Poutziouris 2001). Ulkoisen rahoituksen saatavuus on myös ongelmallista, koska perheyritysten toiminta ei ole niin läpinäkyvää rahoittajille vähäisen ulkoisen raportoinnin johdosta (Niskanen & Niskanen 2010), ja koska perheyrityksillä voi olla vaikeuksia järjestää vakuuksia pankkilainoille (Bergell & Udell 1998). Perheyrityksille ominaiset asenteet kasvua, riskiä, omistususuutta sekä kontrollia kohtaan vaikuttavat myös mieltymyksiin käyttää ulkoista pääomaa. Ulkopuolista pääomaa vältetään esimerkiksi, koska perheyrittäjät eivät halua laimentaa omistususuuttaan ja siten valtaansa (Poutziouris 2001), ja koska he haluavat minimoida konkurssiriskiä (Lappalainen 2014). Lappalainen (2014) väittää näin pienempien perheyritysten taloudellisten rajoitteiden johtavan investointipäätöksiin, jotka perustuvat pitkälti vain niiden oman tulorahoituksen riittävyyteen.

Kirjallisuudesta voidaan siis erottaa kaksijakoinen näkökulma perheyritysten investointeihin; yhtäältä perheyritykset voidaan nähdä pitkäjänteisinä omistajina, jotka valitsevat tarkkaan ja kannattavasti sijoituskohteensa tavoitteena liiketoiminnan mahdollisimman

pitkäaikainen selviytyminen, kun taas toisaalta perheyrietykset voidaan nähdä riskiä kaih tavina ja varovaisina sijoittajina, jotka usein hylkäävät lupaaviakin investointikoh teita tulorahoituksen riittämättömyydestä johtuen ja koska perheyrietyksen johto pelkää tuhoavansa yrityksen arvoa ja sitä kautta omaisuuttaan. N k kannat eivät ole toisaalta toisensa poissulkevat, sillä vähäinen investointien määrä voi olla yhteydessä samalla tehokkaampaan investointitoimintaan. Perheyrietysten paremmasta taloudellisesta suorituskyvystä ainakin kannattavuuteen perustuvien mittareiden perusteella on laajaa n ytt  , mistä voi päätellä perheyrietysten olevan taitavia valitsemaan sijoituskohteensa (James 1999).

Perheyrietysten varovaisempi innovaatiotoiminta on havaittu myös uusissa tutkimuksissa, jotka keskittyvät perheyrietysten tutkimus- ja tuotekehitykseen (esimerkiksi Kammenlander et al. 2015; Christman et al. 2015). Chrismanin et al. (2015) mukaan perheyrietykset ovat haluttomampia innovoimaan, koska t&k –toimintaan tulee yleensä osoittaa vahvasti resursseja, sen konkreettiset tulokset ovat epävarmoja ja niiden materialisointi vie aikaa. T&k –toiminta saattaa myös johtaa perheyrietyksiä liiketoimintalueille, joissa tulosten ennustaminen on vaikeaa ja ulkoisen pääoman sekä työvoiman tarve on välttämätöntä. Tutkijoiden mukaan perheyrietysten riskiä karttava luonne, tarvittavan osaamisen puute, haluttomuus jakaa valtaa ei-perheenjäsenten kanssa, sitoutuneisuus perinteisiin tuotantolinjoihin ja halu minimoida ulkoista pääomaa estävät innovaatiotoimintaa perheyrietyksissä (Chrisman et al. 2015).

Tämä on toisaalta ristiriidassa esimerkiksi perheyrietysten pitkäaikaisen investointihorisontin, pienemmän byrokratian, päätöksenteon kettery den ja pienempien agenttikustannusten kanssa. Chrismanin et al. (2015) mukaan kyseessä on siis paradoksi, koska yhtäältä perheyrietysten kyky innovoida on korkea, mutta toisaalta tahtotila on matala. Tämän ristiriitaisen suhteen voimakkuus luonnollisesti vaihtelee eri perheyrietyksissä, ja sen voidaan katsoa olevan yhteydessä perheyrietyksen ulkopuolisiin seikkoihin tai sukupolvenvaihdoskeskusteluun. Tämä t&k –toimintaan liittyvä paradoksi on pohjimmiltaan esillä ehkä myös perheyrietysten investointeja ja riskinottoa kykyä tutkivissa empiirisissä tutkimuksissa.

Tämän tutkimuksen kannalta on mielenkiintoista jos perheyrietyksien investointeja sekä sitä kautta kasvua voitaisiin edistää tarjoamalla pääomaa houkutteleviksi nähtyihin investointeihin, joihin ei aiemmin ole sijoitettu riskien välttelyn tai ulkopuolisen rahoituksen saannin vaikeudesta johtuen. Myös pääomasijoittajan rooli yritt jyysasenteen kannustajana voi uudelleen virvoittaa yrityksen etsimään kasvumahdollisuuksia (Bruining et al. 2013). Pääomasijoittaja riskinjakajana, rahoituksen lähteenä sekä hallitustyöskentelyn kehittäjänä tarjoaisi siis teorian mukaan hyvän kumppanin kohdeyhtiön investointitoiminnan ja t&k –toiminnan kehittämiseen.

2.4 Perheyrittysteorialat

Perheyrittysten erityispiirteiden vaikutusta niiden menestymiseen ja taloudelliseen suori-tuskykyyn on yritetty selittää monilla eri teorioilla viime vuosikymmenten aikana. Taus-talla on tutkimus yrityksen omistuksen ja omistajaohjauksen vaikutuksesta yrityksen menestykseen (Tourunen 2009), joka juontuu taas alun perin transaktiokustannus- ja agenttiteoreettisesta tutkimusotteesta. Perheyrittysten menestyksen tutkimuksen kannalta tärkeitä viitekehyksiä agenttiteorian ohella ovat stewardship –teoria (Davis et al. 1997) sekä resurssiperusteinen teoria (Habbershon & Williams 1999; Sirmon & Hitt 2003), jotka yhdessä muodostavat tämän tutkimuksen teoreettiset lähtökohdat.

Seuraavissa alaluvuissa näiden kolmen pääteorian avulla on tarkoitus kuvata perheyri-tysten vahvuuksia ja heikkouksia, sekä tunnistaa potentiaalisia liiketoiminnan haasteita, joita pääomasijoitusyhtiö yhdessä perheyrittäjien kanssa voisi auttaa ratkaisemaan.

2.4.1 Agenttiteoria

Monien perheyrittysten taloudellista suori-tuskykyä tutkivien julkaisujen teoreettinen tausta pohjautuu agenttiteoriaan (esimerkiksi Block et al. 2011; Miller et al. 2007; Sacristan-Navarro et al. 2011; Sievänen et al. 2015). Alun perin teorian agenttikustan-nuksista esitti Jensen ja Meckling (1976), jotka kuvasivat miten omistuksen ja johdon erottaminen luo ristiriitaisia tavoitteita yrityksen päämiehille (osakkeenomistajille) ja heidän etujaan ajaville agenteille (yrityksen toimiville johtajille). Agenttiteorian mukaan omistajien edut ovat yrityksen toiminnan ensisijainen päämäärä, mutta johto pyrkii toi-mimaan rationaalisesti omien etujensa mukaan. Jos yrityksen omistajan ja johdon in-tressit eivät ole yhteneviä, johto voi koittaa toimia omistajilta salassa ja opportunistisesti tavoitella henkilökohtaisia hyötyjä. Tämä on mahdollista, jos omistajat eivät kykene valvomaan yritysjohton toimintaa. Omistajat voivat koittaa ehkäistä yritysjohton op-portunismia erinäisillä kannustinsopimuksilla, jotka poistavat epäsymmetrisen infor-maation riskejä. Näistä varmistuksista syntyvät kustannukset sekä jäljelle jäävän hallit-semattoman opportunistimin kustannukset yhdessä muodostavat yrityksen hallinnointiin liittyvät yrityksen agenttikustannukset (Chrisman et al. 2012). Agenttikustannusten tor-juminen ja siihen liittyvä tutkimus on perinteisesti liittynyt vain suuriin ja pörssinoteerattuihin yrityksiin, mutta agenttiongelmia voidaan havaita kaikissa yrityksissä. (Touru-nen 2009)

Perheyrittöksissä, joissa omistamisen, hallinnon ja johtamisen rajapinnat yleensä sulau-tuvat, agenttikustannusten on oletettu olevan pienempiä kuin ei-perheyrittöksissä (Dyer 2006: Tourunen 2009 mukaan). Koska perheyrittysten omistajilla on perinteisesti suuri osuus omaisuudestaan sijoitettuna yritykseen, on heillä taloudellinen kannustin sekä valta valvoa sen toimintaa tarkkaan (esim. Block et al. 2011; Jensen & Meckling 1976). Myös perheenjäsenten keskinäisen luottamuksen sekä jaettujen arvojen on katsottu joh-

tavan pienempiin agenttikustannuksiin kun raskaita valvontaprosesseja ja kalliita palkitsemisjärjestelmiä ei tarvita (Dyer 2006).

Toisaalta perheyriityksissä on havaittu syntyvän vain niille tyypillisiä agenttiongelmiä, kuten esimerkiksi perheenjäsenten suosimista rekrytointitilanteessa, resurssien käyttöä perheen sosioemotionaalisen pääoman kasvattamiseksi, strategisten aloitteiden välttelyä tai perheen omaisuuden hajauttamista ei-strategisten yritysostojen kautta (Block et al. 2011). Näiden suorituskyyä vähentävien piirteiden vaikutusta lisää johdon tai hallitusten jäsenten tiiviit suhteet yhtiön pääomistajiin, jonka ansiosta he yleensä saavat jatkaa huonosta suorituskyyvystä tai kompetenssista huolimatta (Block et al. 2011). Tiettyjen tutkimusten aineistoista voi päätellä että negatiiviset vaikutukset ovat erityisen suuria jälkeläisten johtamisessa perheyriityksissä (Villalonga & Amit 2006; Anderson & Reeb 2003). Perheen sisällä enemmistö- ja vähemmistöomistajat voivat myös riitautua keskenään (Dyer 2006; Schultze et al. 2003; Tourunen 2009). Riitautuneilla, vähemmistössä ja ei-päättävässä asemassa olevilla perheenjäsenillä on harvoin mahdollisuuksia irtaantua omistuksistaan, joka Schultze et al. (2003) mukaan kannustaa heitä vapaamatkustukseen tai opportunistiseen henkilökohtaisten etujen tavoitteluun yrityksen kustannuksella. Schulzen et al. (2001, 2003) ja Dyerin (2006) mukaan johtotehtävissä työskentelevien perheenjäsenten altruistiset asenteet voivat estää heitä rankaisemasta muita perheenjäseniä alisuoriutumisesta. Alustavaa empiiristä todistusaineistoa altruismin suorituskyyä heikentävästä vaikutuksesta perheyriityksissä ovat löytäneet Schulze et al. (2001), joiden mukaan perheyriityksissä, joissa oli käytössä muodolliset johtamisjärjestelmät, suoriutuivat paremmin kuin yritykset, joissa vastaavia järjestelmiä ei ollut. Gomez-Mejia et al. (2001) huomasivat tutkimiansa perheyriitysten olevan haluttomia irtisanoimaan toimitusjohtajana toimineen perheenjäsenensä, mutta kun toimitusjohtaja vaihdettiin, suoriutui perheyriityksessä huomattavasti paremmin kuin ei-perheyriityksissä, jotka myös irtisanoivat huonosti suoriutuvan toimitusjohtajansa. Löydös siis todistaa perheomistajien olevan haluttomia valvomaan muita yrityksessä toimivia perheenjäseniä, sekä lykkäävän johtajanvaihdosta kunnes taloudellinen suorituskyy laskee merkittävästi. Kirjallisuudessa on siis yllättävää altruismin tulkitseminen kaksijakoisesti perheyriitystyoimintaa haittaavana ja hyödyttävänä tekijänä. (Tourunen 2009; Dyer 2006). Lisäksi perinteisen agenttiteorian vastaisesti, myös perheen korkean omistusasteen on havaittu vähentävän perheyriityksen taloudellista suorituskyyä (Anderson & Reeb 2003; Maury 2006), kun perheen opportunistiselle käytökselle ei löydy tasapainottavaa voimaa muista osakkeenomistajista (Poutziouris et al. 2015).

Vertailututkimuksissa perheyriitysten oletetuilla pienemmillä agenttikustannuksilla on kuitenkin selitetty perheyriitysten parempaa menestystä (Anderson & Reeb 2003; Chrisman et al. 2004; McConaughy et al. 2001). Teorian pohjalle on rakennettu hypoteeseja koskien menestyseroja eri tavoin omistettujen yritysten kesken, mutta näistä tutkimuksista on vaikea löytää konkreettista empiiristä todistusaineistoa agenttikustannuksista. Tourunen (2009) mukaan syy tähän on se, että agenttikustannusten identifiointi

yri­tysten tulos- ja tasetilastoista on ilmeisen haastava tehtävä. Agenttikustannusten korvikkeena malleissa on käytetty omistajien osallisuutta yrityksen johdossa ja hallinnossa (McConaughy et al. 2001; Tourunen 2009 mukaan). Agenttiteoriaan perustuva vertailu­tu­kimus on näiden pohjalta edennyt yritysten kannattavuus- ja arvomittareihin, jossa siis agenttikustannukset ovat piilevinä taustalla (Tourunen 2009). Chrismanin et al. (2004) mukaan agenttikustannusten määrittelyyn perheyri­tyksissä liittyy vaikeuksia myös niiden ei-taloudellisten tavoitteiden takia, minkä takia tietyt liiketoiminnan kan­nalta epäedulliset hankkeet katsottaisiin agenttikustannuksiksi vain ei-perheyri­tyksissä.

Agenttikustannusten määrään taustalla saattaa olla perheyri­tyksen perustajan vaikutus, eri kansantalouksissa osakkeenomistajien lainsäädännöllinen suoja tai erilainen vaadittu hallintotapa (corporate governance) (Sievänen 2015). Maissa, joissa on korkea osakkeenomistajan lainsuoja, ovat agenttikustannukset pienemmät koska enemmistö- ja vähemmistöomistajien välillä vallitsee suurempi toiminnan läpinäkyvyys (Poutziouris et al. 2015). Myös perheenjäsen­ten rooli perheyri­tyksen johtamisessa ja toisaalta omistamisessa voi vaikuttaa erilaisesti syntyviin agenttikustannuksiin. Block et al. (2011) mukaan perheyri­tysten taloudellista suorituskykyä vertailevissa tutkimuksissa ei ole otettu riittävästi huomioon perheyri­tyksen omistajuuden ja käytännön johtamisen erotte­lua. Heidän mukaansa perheomistus on yhteydessä positiivisesti perheyri­tyksen talou­delliseen suorituskykyyn, mutta perheen johtamisella on parhaimmillaankin vain neutraali vaikutus, tosin perheyri­tyksen perustajan johtamisella on suorituskykyyn myönteisempi vaikutus verrattuna jälkeläisiin.

Riippumattomat hallituksen jäsenet (Anderson & Reeb, 2003) ja ulkopuolinen osakkeenomistajien valvonta (Maury & Pajuste, 2005) voivat lievittää perheen opportu­nis­mia ja siten pienentää agenttikustannuksia. (Poutziouris 2015) Pääomasijoittaja voi siis parantaa perheyri­tysten taloudellista suorituskykyä, tarjoamalla valvontaelimen. Myös perheen vähäisempi omistusosuus voisi vaikuttaa suorituskykyyn parantavasti, kun joh­to pyrkii stewardship –asenteeseen ja henkilökohtaisten etujen tavoittelu vähenee. Pääomasijoittajan tarjoama tuki operatiiviseen johtamiseen voi myös tarjota potentiaalia toiminnan tehostumiseen. Chrismanin et al. (2004) mukaan perheyri­tykset hyötyisivät ei-perheyri­tyksiä enemmän strategisesta suunnittelusta (myös Schulze et al. 2001).

2.4.2 Resurssiperusteinen teoria

Resurssiperusteisen teorian mukaan yrityksen ainutlaatuiset resurssit ja kyky niiden hyödyntämiseen tuottavat yritykselle kilpailuetua (Wernerfelt 1984). Ainutlaatuisia voimavaroja voivat olla esimerkiksi henkilöstö, tuotemerkit, teknologinen osaaminen, patentit, tietojärjestelmät, strategiset kumppanuudet, sopimukset ja yrityksen maine (Tourunen 2009). Ainutlaatuisiksi resursseiksi voidaan lukea myös yhtiön taidot ja kompetenssit. Resurssit ovat kestävä­n kilpailuedun lähteitä silloin, kun ne ovat arvoa luovia, harvinaisia yrityksen ja sen kilpailijoiden keskuudessa, vaikeasti kopioitavissa tai korvattavissa muilla tavoilla (Barney 1991). Resurssin voidaan sanoa olevan vaike-

asti kopioitavissa tai korvattavissa, jos se on jonkin ainutlaatuisen historiallisen tapahtuman tulosta, jos resurssin ja kilpailuedun välinen yhteys on kausaalisesti epäselvä tai jos kilpailuetua tuottaa sosiaalisesti monimutkainen resurssi (Barney 1991). Lisäksi resurssijoukon arviointi, mahdollinen yhdistely ja uudistaminen ovat välttämättömiä arvoa lisääviä hallinnan keinoja, joita yritys tarvitsee sen kilpailukyvyn säilyttämiseksi (Sirmon & Hitt 2003).

Resurssiperusteista teoriaa on käytetty selittämään pitkävaikutteisia eroja yritysten suorituskyvyssä, joita ei voida osoittaa johtuvan toimialasta tai talouden suhdanteista (Habbershon & Williams 1999). Teorian mukaan yrityksen ei tarvitse itse omistaa kaikkia resurssejaan, vaan esimerkiksi voimavarojen tuottaminen erilaisista yhteistyöverkostoista voi olla jo itsessään resurssi (Tourunen 2009). Tämä soveltuu varsinkin pienempiin ja nuorempiin perheyrittäjiin, jotka eivät itse hallitse tai omista kaikkia kilpailuun tarvittavia resurssejaan (Sirmon & Hitt 2003). Tourusen (2009) mukaan tällöin tärkeiksi voimavaroiksi nousevat yrityksen hallinto- ja johtamisjärjestelmät, joiden optimointi voi tuoda kilpailuetua.

Perheyrittäjien ja ei-perheyrittäjien suorituskykyä vertailtaessa on otettava huomioon perheyrittäjien ainutlaatuiset voimavarat sekä niiden hallinta (Sirmon & Hitt 2003). Varsinkin perinteisissä perheyrittäjäyksissä vaikeasti kopioitavia voimavaroja syntyy yleensä historian saatossa ja niihin voivat lukeutua esimerkiksi yrittäjyyttä edistävä organisaatiokulttuuri, yrityksen sijainti, muu historiallinen omaisuus tai yrityksen maine (Sirmon & Hitt 2003). Lisäksi Tourusen (2009) mukaan *stewardship* -teorian kautta voidaan perustella perheyrittäjäyksissä olevan todennäköisemmin kuin ei-perheyrittäjäyksissä ”resursien käytön vastuullisuuden ja tehokkuuden takaavia moraalisia rakenteita ja dynamiikkaa” (Tourunen 2009).

Myös vahvasti sulautuneet muodollisen ja epämuodollisen päätöksenteon prosessit sekä erilaiset sidosryhmäsuhteet esimerkiksi toimittajiin ovat yleisimpiä perheyrittäjäyksistä löytyviä sosiaalisesti monimutkaisia voimavaroja. (Habbershon & Williams 1999; Zahra et al. 2004) Perheyrittäjien erityisiä voimavaroja, jotka syntyvät perheenjäsenten, perheen ja liiketoiminnan vuorovaikutuksen tuloksena on kuvattu termillä *familiness*, joiden suhteellinen määrä ja voimakkuus voi vaihdella eri perheyrittäjien välillä (Sirmon & Hitt 2003).

Sirmonin & Hittin (2003) mukaan nämä perheyrittäjäyksille erityiset resurssit voidaan jakaa inhimilliseen pääomaan, sosiaaliseen pääomaan, selviytymiskyypääomaan, kärsivälliseen taloudelliseen pääomaan sekä hallintorakenteeseen, mitkä luovat kilpailuetua suhteessa ei-perheyrittäjiin (taulukko 1).

Taulukko 1: Perheyriytysten erityiset resurssit ja niiden hyödyt sekä haitat liiketoimintaan (Sirmon & Hitt 2003 mukaillen)

Resurssi	Määritelmä	Edut perheyriytksissä	Haitat perheyriytksissä	Ei-perheyriytokset
Inhimillinen pääoma	Työntekijän tiedot, taidot ja kompetenssit	Voimakas sitoutuminen, läheiset ihmissuhteet, potentiaali syvään yrittyskohtaiseen tietoon	Ammattitaitoisten johtajien rekrytoinnin ja sitouttamisen vaikeus	Ei samankaltaisia etuja samassa laajuudessa, mutta ei haittoja
Sosiaalinen pääoma	Johdon ja työntekijöiden kontaktiverkostoissa piilevät resurssit	Uskottavuus sidosryhmissä korostunut, inhimillisen pääoman kehitys	Rajallinen määrä verkostoja, yleensä ei pääsyä eliittiverkostoihin	Verkostot saattavat olla monipuolisempia, tosin niitä ei välttämättä käytetä aina yrityksen hyväksi
Kärsivällinen taloudellinen pääoma	Sijoitettu oma pääoma, jolla ei ole takaisinmaksun painetta	Pitkäaikainen sijoitushorisontti, tehokas pääoman hallinta, mahdollistaa innovatiiviset strategiat	Pääoman määrä rajoittuu vain perheenjäsenten taloudelliseen pääomaan	Ei haittoja mutta ei toisaalta etujakaan
Selviytymiskyky-pääoma	Perheenjäsenten kokonaisvaltainen omistautuminen liiketoimintaan henkilökohtaisilla panoksilla	Auttaa yritystä selviytymään taloudellisesti vaikeista ajoista	Perheyriytksestä riippuen resurssi voi olla vain vähäinen tai olematon	Ei-perheyriytksissä työntekijöillä ja sidosryhmillä ei ole vastaavaa sitoutumista yritykseen
Hallintorakenne ja kustannukset	Valvonta-, tulospalkkaus- ja raportointijärjestelmien kustannukset	Perheen omistamien ja johtamien yritysten rakenteet, luottamus ja ihmissuhteet vähentävät hallinnointikuluja	Joissakin perheyriytksissä rakenne, heikko luottamus ja tulehtuneet ihmissuhteet lisäävät hallinnointikuluja	Ammattijohto ja pääoman hajauttaminen usein lisäävät hallinnointikuluja (ja agenttikustannuksia)

Sirmonin ja Hittin (2003) listauksessa perheyriytysten erityisillä resursseilla voi olla myös negatiivisia vaikutuksia liiketoimintaan, joten niiden tehokas hallinta korostuu kilpailuedun tavoittelussa. Toisaalta joitain resursseja, kuten inhimillistä pääomaa voi olla vaikea kehittää, jos perhe ei saa rekrytoitua ammattitaitoisia johtajia, jotka usein välttelevät perheyriytksiä heikkojen etenemismahdollisuuksien ja ammattimaisen organisaation puutteen vuoksi. Perheyriytokset eivät tyypillisesti ole myöskään halukkaita laimentamaan omistusosuuttaan osakekannasta ulkopuolisen johdon sitouttamiseksi, mikä edelleen vähentää kiinnostusta. Myös perheyriytysten mieltymykset nostaa johtotehtäviin vain perheenjäseniä saattaa hidastaa niiden kehitystä, kun laajempien työmarkkinoiden potentiaali jätetään käyttämättä (Sirmon & Hitt 2003).

Yllä kuvattu sosiaalinen pääoma liittyy myös perheyriksen hiljaisen tiedon prosessointiin perheyriksessä. Varsinkin hiljaiseen tietoon perustuvia resursseja voi pitää sosiaalisesti monimutkaisina, kestävän kilpailuedun lähteinä (Tourunen 2009). Tourusen (2009) mukaan perheyriksset jakavat hiljaista tietoa systemaattista keskenään ja, että tämä toiminta tuo niille ainutlaatuista kilpailuetua. Perheyriksen kouluttaessa seuraavaa sukupolvea liiketoiminnan johtoon, tämän resurssin tärkeys ja rooli kasvaa entisestään myös perheyriksen inhimillisen pääoman kasvattajana (Sirmon & Hitt 2003).

Sosiaalinen pääoma yhdessä inhimillisen pääoman ja kärsivällisen taloudellisen pääoman kautta synnyttää Sirmonin & Hittin (2003) mukaan erikoista selviytymiskyypääomaa, jonka kirjoittajat määrittelevät joukoksi henkilökohtaisia resursseja, joita perheenjäsenet ovat valmiita lainaamaan, lahjoittamaan tai jakamaan perheyriksen menestyksen takaamiseksi. Nämä resurssit voivat olla muodoltaan ilmaista tai lainattua työpanosta, lisäsiioituksia yrityksen pääomaan tai rahalainoja. Perheenjäsenten kaksinainen rooli myös yhteisen perheyriksen työntekijöinä sekä heidän sitoumuksensa ja uskollisuutensa yritystä kohtaan mahdollistavat nämä resurssit, jotka kannattelevat yritystä taloudellisesti vaikeina aikoina tai esimerkiksi epäonnistuneen tuotelanseerauksen jälkeen. Selviytymiskyypääoman määrä vaihtelee tosin perheyriksittäin, varattomilla tai voimakkaasti kasvavilla perheyriksillä resurssin määrä voi olla pienempi, kuten myös suurilla listatuilla perheyriksillä, joilla on parempi pääsy perinteisille rahoitusmarkkinoille, ja joiden menestys ei enää riipu niin voimakkaasti yksittäisten perheenjäsenten panostuksista. (Sirmon & Hitt 2003) Chrisman et al. täydensivät Sirmonin & Hittin teoriaa samana vuonna (2003) lisäämällä miten perheen arvot ja ei-taloudelliset tavoitteet kuten yhteiskunnallinen vastuu ohjaavat perheen strategisia valintoja resurssien kehityksen ja avoimien liiketoimintamahdollisuuksien suhteen, millä on luonnollisesti vaikutusta yrityksen kilpailuedun lähteisiin ja siten taloudelliseen suorituskykyyn. Tämä voi näkyä esimerkiksi valintana pitää yrityksen päätoiminnot yrityksen perustamispaikkakunnalla, uskonnollisina syinä olla ottamatta osaa tiettyihin liiketoimintamahdollisuuksiin tai pyrkiä lainsäädännön vaatimaa tasoa korkeampaan ympäristöystävällisyyteen (Chrisman et al. 2003).

Toisaalta kaikilla perheyriksillä ei ole perheen vaikutuksesta juontuvia erikoisosaamisia, jotka ovat ainutlaatuisia, erottamattomia ja arvoa luovia ajan mittaan (Rautiainen 2014). Vaikkakin niiltä voi puuttua nämä erikoisresurssit, ne voivat olla kilpailijoiden suhteen tasavahvoja ja siten selviytyä (Habbershon & Williams 1999). Lisäksi perheenjäsenten keskinäiset ihmissuhteet, omistuksien ja johdon muutokset sekä eturistiriidat saattavat luoda organisaatioon tehottomuutta, mikä vähentää perheyriksen mahdollisuuksia luoda tai uudistaa perheen erikoisosaamista (esim. Rautiainen 2012). Habbershon & Williamsin (1999) mukaan tällöin perheyriksien erityisistä voimavaroista saattaa tulla taloudellista suorituskykyä heikentäviä esteitä. Esimerkiksi perheen pyrkimys suojella sen sosioemotionaalista pääomaa perhesuhteiden ylläpitämiseksi voi ohjata

johtavassa asemassa olevia perheenjäseniä tekemään huonoja päätöksiä liiketoiminnan kannalta (Gomez-Mejia et al. 2007).

Habbershonin ja Williamsin (1999) mukaan yritystön jälkeisenä aikana, jossa tapahtuu merkittäviä muutoksia lyhyessä ajassa mm. yrityksen kulttuuriin, johtamistapaan, raportointiin, sidosryhmäsuhteisiin on erityisen tärkeää ottaa huomioon muutosten vaikutukset yrityksen resursseihin. Tämän tutkimuksen kannalta on tärkeää siis tietoisesti tunnistaa perheyrityksen keskeiset resurssijoukot ja erityiset perheestä johtuvat osaamiset ennen uuden omistajan mukaantuloa, jotta uusi omistaja ei kiihdyttäisi yrityksen kilpailuedun lähteitä ja siten heikentäisi sen suorituskyyä (Habbershon & Williams 1999).

2.4.3 Stewardship -teoria

Stewardship –teorian mukaan perheyritysten menestys on selitettävissä niiden altruististen asenteiden, korkean saavuttamisen halun sekä perheenjäsenten välisen luottamuksen takia, jotka vaikuttavat myönteisesti niiden taloudelliseen suorituskyyyn. Teorian mukaan perheyritysten johtajat eivät pyri maksimoimaan omaa henkilökohtaista hyötyään, vaan toimivat ikään kuin yritysten väliaikaisina huoltajina (Poutziouris et al. 2015). Tutkijoiden mukaan perheyrittäjillä on yritykseensä taloudellinen riippuvuus; taloudellisesti huonot ajat saattavat tuhota perheen omaisuutta, mainetta ja perheen työpaikkoja (Miller et al. 2008).

Stewardship –teorian mukaan yrityksen johto voi olla motivoitunut puhtaasti yrityksen edun tavoittelusta, koska johto kokee sisäistä tyydytystä tehdessään haastavaa työtä ja saadessaan onnistumisista kollegoiden, alaistensa ja perheenjäseniensä tunnustusta (Donaldson & Davis 1991). Näin siis stewardship –teorian lähtökohdat ja oletukset toimivan johdon käyttäytymiselle ovat usein päinvastaiset verrattuna agenttiteoriaan (Gnan et al. 2015). Stewardship –teorian mukaan yhtiön johto voi identifioitua yritykseen, varsinkin jos se on ollut mukana vaikuttamassa yrityksen rakenteeseen ja strategiseen suuntaan aiemmin. Tämän johdosta yrityksen johtaja voi tehdä tietyn liiketoiminnan kannalta tärkeän, mutta henkilökohtaisesti epäedullisen toimenpiteen pelkästä velvollisuudentunnosta. Näin johtaja siis arvottaa yrityksen pitkän aikavälin menestyksen korkeammalle kuin oman lyhytaikaisen hyötynsä, koska yrityksen menestys turvaa myös johtajan toimeentuloa tulevaisuudessa. Stewardship –teoria kannustaa yrityksen toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolin yhdistämiseen, koska kun johtaja kokee omat ja yrityksen tavoitteet yhteneväisiksi, hän koittaa itseohjautuvasti ja sitoutuneesti maksimoida hyötyä myös osakkeenomistajille. Roolien yhdistäminen siis mahdollistaa organisaatorakenteen kannalta mahdollisimman optimaalisen aseman näiden hyötyjen tavoitteluun kun toimitusjohtaja-puheenjohtajalla on suvereeni valta yhtiön asioihin ja tämä on myös yrityksen kaikilla sidosryhmillä tiedossa. (Donaldson & Davis 1991)

Perheyrittäjäkontekstissa stewardship -asenteet ovat korkealla kun perheyrittäjien samaistuminen liiketoimintaan, vastuuntunto muista perheenjäsenistä sekä halu saavuttaa henkilökohtaisia sekä sosiaalisia tavoitteita kannustavat perheyrittäjiä huolehtimaan yritystensä hyvinvoinnista pitkäjänteisesti (Arregle et al. 2007). Miller et al. (2008) mukaan stewardship –teorian mukainen käyttäytyminen ottaa kolme muotoa perheyrittäjäkontekstissa. Ensinnäkin, perheyrittäjät koittavat varmistaa liiketoimintansa *jatkuvuuden* ja he yrittävät rakentaa yritystään perheenjäsentensä pitkän aikavälin hyvinvointia silmälläpitäen. Jatkuvuuden tavoittelussa perheyrittäjien on tärkeää huolehtia työntekijöistään, vaalia yrityksen hyvää mainetta sekä kasvattaa markkinaosuutta, mitkä lopulta vaikuttavat ratkaisevasti yrityksen menestykseen (Miller et al. 2008). Toiseksi, perheyrittäjät pyrkivät siis rakentamaan motivoitujen, ammattitaitoisten ja uskollisten työntekijöiden *yhteisöä*. Kolmanneksi, perheyrittäjä pyrkii luomaan vahvoja *sidosryhmäsuhteita* yrityksen ulkopuolisiin toimijoihin, varsinkin asiakkaisiin, jotka voivat ylläpitää liiketoimintaa suhdannelaskujen aikana. Miller et al. (2008) mukaan stewardship –teorian mukainen käyttäytyminen voimistuu, kun yrityksessä työskentelee useampi perheenjäsen, joiden hyvinvoinnista perhe-yrittäjä kokee olevansa vastuussa.

Stewardship –teoriaa voidaan tarkastella kriittisesti siinä tilanteessa, jossa yhden osapuolen altruismi kannustaa toisen osapuolen vapaamatkustukseen (Chrisman et al. 2003). Altruismi voi siis perheyrittäjäkontekstissa luoda aivan erityisiä agenttikustannuksia kuten aiemmassa kappaleessa mainittiin. Joidenkin tutkijoiden mukaan Stewardship –teorian altruistiset asenteet, jotka vaikuttavat positiivisesti perheyrittäjäkontekstin liiketoimintaan saattavat laimentua yrityksen siirtyessä myöhempiin kehitysvaiheisiin. Näin siis perheyrittäjien suorituskyvyn katsotaan olevan korkeimmillaan nuorissa, perustajan johtamissa yrityksissä (Poutziouris et al. 2015; Villalonga & Amit 2006; Miller et al. 2008). Stewardship –teoria ei välttämättä sovellu suuriin listattuihin perheyrittäjäkonteksteihin, joissa perheen ja liiketoiminnan välinen yhteys on etäisempi, ja jossa monien eri jälkeläisten taipumus opportunistiseen henkilökohtaisten etujen tavoitteluun voi kasvaa (Morck & Yeung 2003).

Stewardship –teoria tarjoaa näkökulman ymmärtää miten altruismin dynamiikka toimii perheyrittäjäkontekstissa, ja miten se yhdessä agenttikustannusten kanssa vaikuttaa perheyrittäjien suorituskykyyn. Miller & Le Breton-Millerin (2006) tutkimustulosten mukaan perheyrittäjäkontekstin suorituskyky on optimaalinen kun yrityksessä pyritään alentamaan agenttikustannusten lähteitä ja vahvistamaan stewardship –asenteita. Heidän mukaansa tämä onnistuu kun osakkeiden äänioikeudet vaativat merkittävää perheomistusta, toimitusjohtajana toimii vahva perheenjäsen ilman täydellistä autonomiaa, toimitusjohtajaa valvovat riippumattomat hallitusjäsenet, moni perheenjäsen työskentelee johtotehtävissä ja kun perheellä on aikomus säilyttää omistuksensa myös seuraaville sukupolville. Kirjoittajien mukaan nämä piirteet ovat yleensä vahvoja ensimmäisen sukupolven perheyrittäjäkontekstissa.

2.5 Pääomasijoitustoiminta

Pääomasijoittaminen mahdollistaa yritysten kasvaa ja kehittyä, sekä tukee yrityksiä joilla kasvu olisi muuten hitaampaa tai jotka eivät selviytyisi ilman oikeanlaista tukea. Pääomasijoitustoiminta nostaa tuhansien yritysten suorituskykyä sekä mahdollistaa uusien teknologioiden ja niiden sovelluksien kehittämisen, ja sitä voidaan siis toimialana pitää yhtenä vahvimista voimista, joka nostaa valtakunnan laajuisesti yritystason tuottavuutta (EVCA 2007). Monien kansainvälisten ja kotimaisten empiiristen tutkimusten mukaan pääomasijoittajat ovat onnistuneet kasvattamaan kohdeyhtiöidensä taloudellisesta suorituskykyä investointiajanjaksolla paremmaksi yritysjärjestelyä edeltävään aikaan verrattuna (esim. CMBOR 2005; Cumming et al. 2009; Kaplan & Störnberg 2009; Wright et al. 2009; Alén 2012; Järvenpää 2014).

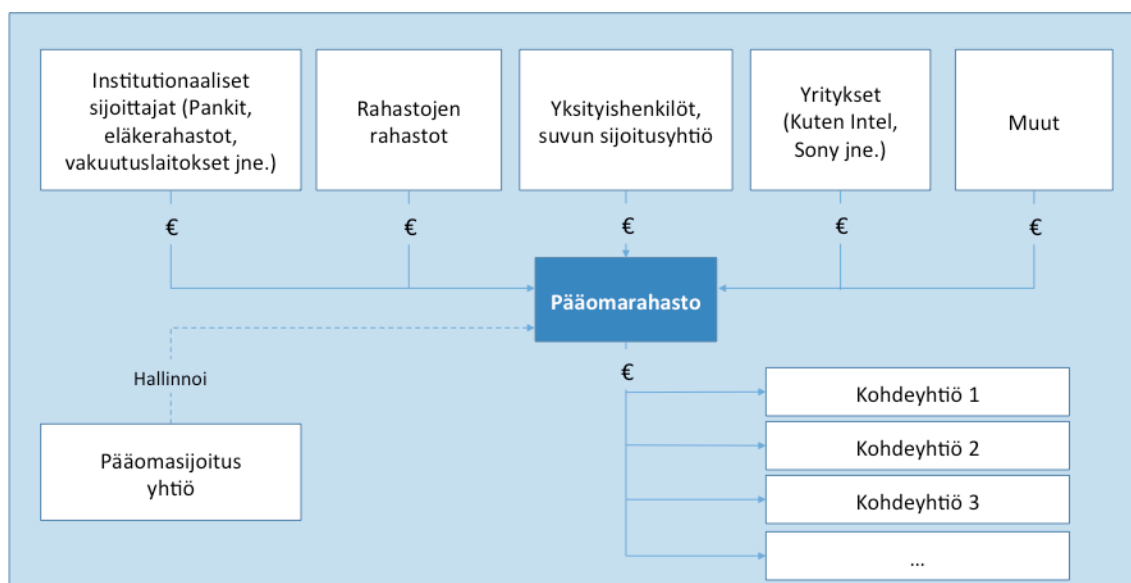
Tämän alaluvun tavoitteena on kuvata pääomasijoittamisen eri muodot, taloudelliset vaikutukset sekä tavat miten pääomasijoittajat luovat arvoa kohdeyhtiöissään. Lisäksi käydään läpi aiempaa rajattua kansainvälistä tutkimusta, jossa käsitellään pääomasijoittajien vaikuttavuutta perheyrityksiin kohdistuneissa sijoituksissa. Saatavilla olevat tutkimukset pääomasijoittajien arvonaluontimekanismeista perheyrityskontekstissa käsitellään muiden perheyritysteorioista johdettujen arvonaluontimekanismien esittelyn yhteydessä tämän kappaleen 6 alaluvussa.

2.5.1 Pääomasijoitustoiminnan rakenne

Pääomasijoittaminen on sijoittamista tyypillisesti julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joilla on hyvät kasvumahdollisuudet. Sijoitukset ovat määräaikaista, tyypillisesti noin 3-7 vuotta kestoaltaan ja niitä leimaa vahvasti pääomasijoittajien harjoittama aktiivinen omistus, jolla ne pyrkivät pysyvästi nostamaan sijoitetun kohdeyhtiön arvoa. Arvon nousu realisoidaan irtaantumisessa (exit), jolloin pääomasijoittaja luopuu omistussuhteestaan yrityksessä. (EVCA 2007) Pääomasijoittajat tekevät tyypillisesti sijoituksia hallinnoimistaan pääomarahastoista, on myös sellaisia sijoittajia, jotka tekevät pääomasijoituksia omasta taseestaan taikka emoyhtiön varoista (FVCA 2016). Pääomarahaston elinkaari voidaan jakaa rahaston perustamiseen, sijoittamiseen, arvonaluontiin ja rahaston purkuun. Tyypillisen pääomarahaston rakenne on esitetty kuvassa 2.

Pääomarahastoihin kerätään varoja tyypillisesti suurilta institutionaalisilta sijoittajilta kuten vakuutusyhtiöiltä, eläkeyhtiöiltä, pankeilta ja julkiselta sektorilta. Rahastot perustetaan määräajaksi ja ne ovat pääasiassa kommandiittiyhtiöpohjaisia (FVCA 2016). Pääomarahastoa hallinnoi pääomasijoitusyhtiö vastuunalaisena yhtiömiehenä, rahastoon sijoittaneiden tahojen ollessa äänettömiä yhtiömiehiä, jotka eivät osallistu kohdeyhtiöiden kehittämiseen (EVCA 2007). Pääomasijoitusyhtiö sijoittaa tyypillisesti ainakin yhden prosentin rahaston kokonaismäärästä (Kaplan & Strömberg 2009). Kun rahastoon on saatu kerättyä tavoiteltu pääoma, rahasto suljetaan, eikä uusia maksusitoumuksia enää oteta vastaan sijoittajilta. Rahaston sulkemisen jälkeen institutionaaliset sijoittajat

eivät voi jättää rahastoa ennen sen päättymisajankohtaa ilman suuria taloudellisia seuraamuksia, mikä luo vakaan pohjan rahaston aktiiviselle arvonluonnille (EVCA 2007). Vastineeksi rahastoon sijoittaneet tahot saavat tietyn omistusosuuden rahastosta ja jakavat riskin täysimääräisinä osakkeenomistajina yhdessä pääomasijoitusyhtiön kanssa. Sijoittajien tavoitteena on kasvattaa rahaston sijoittamien kohdeyhtiöiden arvoa ja jakaa tämä arvonnousu yhdessä kohdeyhtiön yrittäjien kanssa (EVCA 2007). Rahasto puretaan tyypillisesti noin 10-12 vuotta perustamisen jälkeen, joka antaa hyvät edellytykset pitkäjänteiseen arvonluontiin (Gilligan & Wright 2010; Achtleitner et al. 2010). Pääomarahastoista sijoitettavalla pääomalla on täten yhtymäkohtia myös perheyrityskirjallisuuden kärsivälliseen taloudelliseen pääomaan.

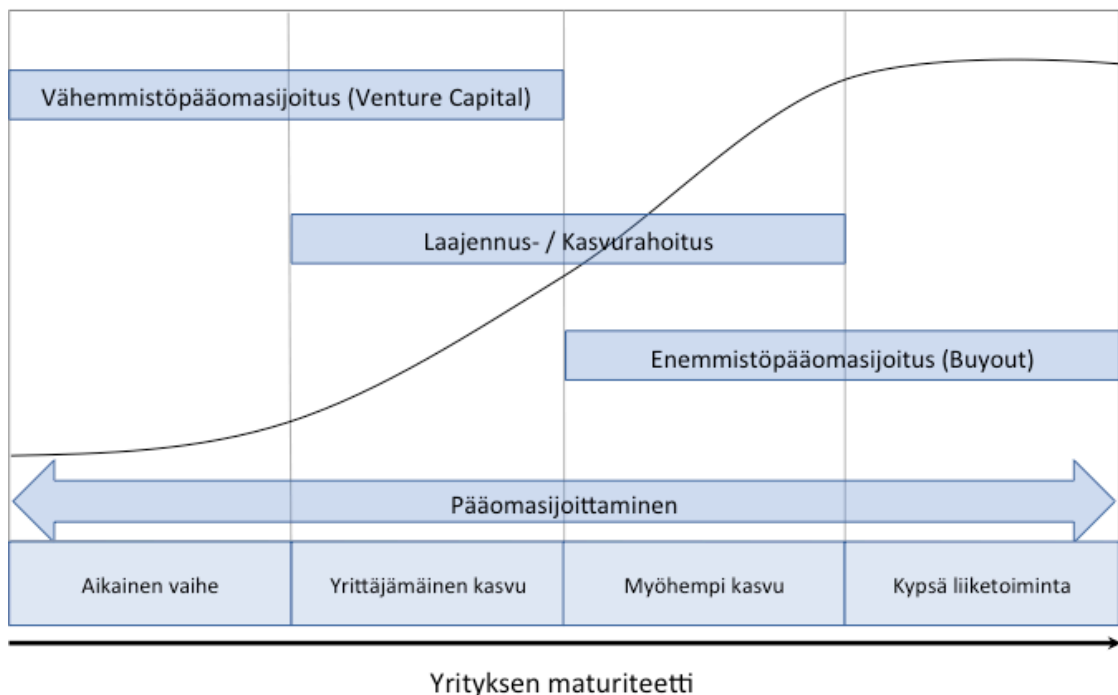


Kuva 2: Pääomasijoitusyhtiön liiketoimintamalli (EVCA 2007, mukaillen)

Kun rahasto on suljettu, alkaa pääomasijoitusyhtiö etsiä ja sijoittaa korkean kasvupotentiaalin omaaviin yrityksiin, sijoittajien kanssa sovitun sijoitusstrategian mukaisesti. Jos yksittäiseen sijoitukseen tarvittava pääoma on erityisen suuri tai sen riskit liian korkeat yhdelle rahastolle, voivat pääomarahastot myös syndikoidua. Tällöin yksi rahastoista toimii ryhmän edustajana sijoituksen hallinnassa muiden kanssa neuvotellun mandaatin rajoissa. (EVCA 2007) Pääomasijoitukset tehdään ensisijaisesti oman pääoman ehtoisina, yleensä merkitsemällä osakkeita osakepääoman korotuksessa. Myös vaihtovelkakirjalainat ja muut lainat sekä mezzanine- eli välirahoitusinstrumentit voivat tulla kysymykseen. (FVCA 2016)

Kohdeyhtiöiden kehitysasteen ja tavoitellun omistusasteen mukaan pääomasijoitustoiminta voidaan jakaa karkeasti aikaisen ja myöhäisen kehitysvaiheen rahoitukseen. Jakoa on havainnollistettu kuvassa 3. Venture capital (VC) –rahastot tekevät pääasiassa vähemmistösisijoituksia nuoriin, varhaisen kehitysasteen yrityksiin ja Buyout (BO) –rahastot eli yrityskaupparahastot enemmistösisijoituksia kypsiin ja vanhempiin yrityksiin, joilla on jo positiivista kassavirtaa ja vakiintunut liiketoimintamalli (FVCA 2009). Tyy-

pillinen esimerkki enemmistö pääomasijoituksesta on johdon yritysosto (management buyout, MBO), jolloin toimiva johto ja pääomasijoittaja ostavat yhdessä osittain pankkirahoituksen turvin kohdeyrityksen sen entiseltä emoyhtiöltä tai muilta omistajilta (FVCA 2009). Jos yritysostossa velan osuus kauppahinnasta on erityisen suuri, voidaan järjestelystä käyttää myös nimitystä velkarahoitteinen enemmistöyritysosto (leveraged buyout, LBO) (Kaplan & Strömberg 2009). MBO –järjestelyn lisäksi, myös ulkopuolinen ryhmä voi ostaa yrityksen sen omistajilta yhdessä muiden sijoittajatahojen kanssa ja ryhtyä sen toimivaksi johdoksi, tällöin käytetään termiä management buyin (MBI) (FVCA 2016). Pääomarahastojen tekemiä sijoituksia voidaan jakaa vielä tarkemmin erilaisiin kehitysvaiheisiin, kuten siemen-, käynnistys-, aikainen kasvu-, laajennus-, siirtymä- tai tervehdyttämisvaiheisiin (EVCA 2007). Siirtymävaiheen rahoituksessa pääomasijoittajat toimivat esimerkiksi yritysten kanssa, joiden eläköityvä pääomistaja luopuu joko kokonaan tai osittain omistuksestaan sukupolvenvaihdostilanteessa, tai kun suurempi yritys päättää yhtiöittää yhden liiketoimintayksiköistään ja myydä sen ulkopuoliselle (EVCA 2007). Rahastoilla on myös usein tietty maantieteellinen sijaintiin, toimialaan tai kohdeyrityksen kehitysvaiheeseen liittyvä raja. Erikoistumisella on uskottu olevan etuja osaamisen ja verkostojen hyödyntämisessä kohdeyhtiöiden kehittämiseen, mutta tulokset rahastojen vertailututkimuksista tarjoavat ristiriitaisia johtopäätöksiä sen eduista (katso esim. Lossen 2006; Viitala 2012). On olemassa myös pääomarahastojen pääomarahastoja (Funds of funds), jotka sijoittavat muihin suoria sijoituksia kohdeyrityksiin tekeviin pääomarahastoihin eri kansantalouksissa (FVCA 2009).



Kuva 3: Pääomasijoitusten jakautuminen kohdeyrityksen kehitysvaiheen mukaan (Yeboah et al. 2014, muokattu)

Kun rahasto on sijoittanut keräämänsä pääoman valikoimiinsa sijoituskohteisiin, alkaa arvonluonnin vaihe, jossa pääomasijoittaja käyttää rahoituksellisia, operatiivisia ja hallinnollisia keinoja kohdeyhtiöiden liiketoiminnan tehostamiseksi (Kaplan & Strömberg 2009). Rahoitukselliset keinot olivat pääasiallisimpia arvonluonnin lähteitä pääomasijoitustoiminnan alkuaikoina 1980 -luvulla, varsinkin julkisten yritysten velkavivutetuissa enemmistöostoissa, joissa käytettävän velan suuret korkokustannukset tarjosivat tehokkaan verosuojan, ostettiin markkinoiden aliarvostamia yrityksiä halvalla sekä sitourettiin johto aikaan nähden avokätisillä osake- ja optiojärjestelmillä (Zahra 2004; Meuleman 2009; Bruining et al. 2013). Historiallisesti arvonluonnin keinoissa näkyi myös tehokkuuden kasvattaminen organisaation prosessien optimoinnilla, työvoimaa vähentämällä, työn kustannuksia alentamalla, kannattamattomia liiketoimintoja myymällä sekä keskittymällä ydinliiketoimintaan (Wright et al. 2009; Kaplan & Strömberg 2009). Myös pääomasijoittajan edustajien aktiivinen osallistuminen hallitustyöskentelyyn sekä sen kehittäminen nousivat luonteenomaisiksi arvonluonnin keinoiksi (Cornelli & Karacas 2008). Myöhemmin myös strategisen uusiutumisen, yrittäjäyysasenteen ja innovaatiotoiminnan painoarvo lisääntyi (Kaplan & Strömberg 2009).

Nykyisin pääomasijoittajan tuoma lisäarvo hallinnollisten ja operatiivisten keinojen kautta liittyy mm. strategioiden luomiseen, hallitustyöskentelyyn, budjetointiin, markkinointiin, johtamisjärjestelmien kehittämiseen ja toimialatuntemukseen (FVCA 2016). Pääomasijoittajan mukaan tulo lisää myös yrityksen uskottavuutta sen muihin sidosryhmiin nähden, tarjoaa kohdeyhtiön käyttöön pääomasijoittajan kansainvälisen ja kotimaisen yhteysverkoston sekä parantaa myös muun rahoituksen saamisen mahdollisuutta (FVCA 2016). Pääomasijoittajat käyttävät toimiala- ja markkinatuntemustaan hyödyksi muodostaessaan kohdeyhtiöidensä liiketoimintasuunnitelmia niiden arvon kasvattamiseksi. Nämä suunnitelmat voi olla yhdistelmä kustannustehokkuuden kasvattamista, tuottavuuden nostoa, strategisia muutoksia tai yrityksen uudelleen asemointia, kokoluokan kasvattamista epäorgaanisesti yritysostoin tai johtajakunnan vaihtoa (Kaplan & Strömberg 2009).

Pääomasijoittajan tavoitteena on saada sijoittamalleen pääomalle riittävä tuotto. Tuotto-odotus määräytyy sijoitetun riskin mukaan ja realisoituu pääomasijoittajan luopuessa yleensä noin 3-7 vuoden kuluttua omistusosuudestaan kohdeyrityksessä. Tuotto-odotuksen toteutuminen edellyttää, että kohdeyrityksen arvo on kehittynyt odotusten mukaisesti ja yritys on päässyt hyvälle ja kannattavalle kasvu-uralle. (FVCA 2016) Irtaantumispäätöksen vaikuttavat lisäksi markkinaolosuhteet, olemassa olevat irtautumismahdollisuudet sekä sijoittajien kanssa rahaston perustamisvaiheessa sovitut seikat (EVCA 2007). Irtautumisessa kohdeyhtiö myydään tyypillisesti teolliselle ostajalle tai toiselle pääomasijoittajalle tai vaihtoehtoisesti listataan pörssiin. Yhtiö voidaan myös myydä yrityksen nykyiselle johdolle (MBO) tai yrityksen ulkopuoliselle ryhmälle (MBI). Lopulta kohdeyhtiön myynnistä saatu tuotto ja alkuperäinen sijoitettu pääoma

palautetaan rahaston osakkaille alkuperäisten omistusosuuksien mukaisesti (EVCA 2007).

Pääomasijoittamista tutkiva kirjallisuus voidaan jakaa karkeasti taloudellisten vaikutusten tutkimukseen (vaikuttavuuteen), joissa verrataan kohdeyritysten suorituskykyä saman toimialan verrokkiyrityksiin tai kohdeyrityksen suhteellista taloudellista kehitystä ajan suhteen, ja tutkimussuuntaukseen pääomasijoittajan arvonluonnin mekanismeista, eli niistä keinoista, joilla kasvu ja kohdeyrityksen kehitys saavutetaan (Alemany & Marti 2005). Seuraavissa kahdessa alaluvussa käydään läpi pääomasijoitustoiminnan taloudellisia vaikutuksia kohdeyrityksiin yleisesti sekä rajattua kirjallisuutta perheyrityksiin kohdistuneiden sijoitusten vaikuttavuudesta.

2.5.2 Pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuus

Tutkimukset pääomasijoitustoiminnan taloudellisista vaikutuksista niiden kohdeyrityöiden toimintaan yleistyvät ensin Yhdysvalloissa 1980 –luvun lopulla. Vaikkakin ensimmäiset tutkimukset eivät löytäneet merkkejä suorituskyvyn parantumisesta transaktion jälkeen (esim. Ravenschaft & Scheren 1987; Mueller 1985), suurin osa tutkimuksista havaitsi kuitenkin yritysoston jälkeisen kassavirran, kannattavuuden, tuottavuuden ja markkina-arvon olevan huomattavasti korkeammalla tasolla verrattuna yritysostoa edeltäneeseen aikaan (katso esim. Smart & Waldfogel 1994; Lehn & Poulsen 1989). Myöhemmin todistusaineisto pääomasijoittajan arvoa luovasta toiminnasta kohdeyrityksen tasolla on kasvanut laajaksi Euroopassa ja Yhdysvalloissa (katso esim. Kaplan & Strömberg 2009; Cumming et al. 2007; Wright et al. 2009), vaikkakin käytetyissä menetelmissä, aineistoissa ja tuloksissa on eroja. Institutionaalisten tekijöiden, kuten lainsäädännöllisen järjestelmän sekä rahoitusmarkkinoiden rakenteen ja muun toimintaympäristön on myös havaittu vaikuttavan tuloksiin ja pääomasijoittamisen aktiviteetin määrään eri kansantalouksissa (Achtleitner et al. 2010; Yeboah et al. 2014). Pääomasijoittamisen vaikuttavuuteen liittyvän kirjallisuuden johdonmukainen ja pitkäkestoinen piirre on, että positiivisia vaikutuksia on raportoinut niin akateeminen kirjallisuus kuin alan etujärjestöjen omatkin tutkimukset (Wright et al. 2009; EVCA 2007). Pääomasijoittamista tutkivat kirjallisuus eroaa siinä, onko tutkimuksen kohteena aikaisemman (VC) vai myöhemmän vaiheen (BO) rahoitus. Perheyritysten ollessa tyypillisesti vakiintuneita ja vanhempia yrityksiä, käytetään tämän tutkimuksen runkona pääasiassa myöhemmän vaiheen (BO) sijoituksiin keskittynyttä kirjallisuutta, joka käsittelee pääomasijoittajan enemmistösijoituksia kohdeyrityksiin.

Suomessa pääomasijoitustoiminta alkoi 1980 –luvun lopulla ja alkoi kasvamaan yksityisten ja julkisten toimijoiden lisääntyessä 1990 –luvulla laman jälkeen (Erola 2014). Toimialana se on siis Suomessa hyvin nuori, ja suomalainen pääomasijoittajiin liittyvä tutkimus rajallista. Suomessa pääomasijoittajien kohdeyritysten taloudellista suorituskykyä ovat tutkineet mm. Lähdemäki (2007), Männistö (2009) ja Alén (2012); tutkimukset vahvistivat yleisen kirjallisuuden käsitystä pääomasijoittajien positiivista vaiku-

tuksista hallinnoimiensa yritysten taloudelliseen suorituskykyyn Suomen kontekstissa. Esimerkiksi Alénin (2012) tutkimuksessa pääomasijoituksen saaneet yritykset kasvattivat keskimäärin liikevaihtoaan vuositasolla 9 %-yksikköä nopeammin kuin verrokkiyritykset, henkilöstön kasvun ollessa keskimäärin 6 %-yksikköä nopeampaa. Tutkimuksessa yritysten kehitystä verrattiin kolmen vuoden aikajänteellä ensimmäisen pääomasijoituksen saamisesta mahdollisimman samankaltaiseen vertailuyritykseen, joka ei ollut saanut pääomasijoitusta tarkasteluajanjaksolla. Tutkimuksessa havaittiin myös pääomasijoittajan edistävän kohdeyritysten kansainvälistymistä ja vahvistavan yhtiöiden hallituksia kokeneemmilla jäsenillä. Kasvun synnyttäneitä, laadullisia arvonluonnin mekanismeja tutki hiljattain Järvenpää (2014) vuosina 2007-2011 pääomasijoituksen saaneissa suomalaisissa yrityksissä. Tutkimus ei kuitenkaan erotellut mahdollisten yrityskaupan lähteiden (mm. liiketoimintayksikön kauppa, pääomasijoittajan myymä yritys, perheyrittäjän myynti) eriäviä vaikutuksia pääomasijoittajien valitsemiin arvonluonnin mekanismeihin.

2.5.3 Pääomasijoitustoiminnan vaikuttavuus perheyrittäjissä

Suomessa ei ole ennen erikseen tutkittu pääomasijoittajien taloudellista vaikutusta (vaikuttavuutta) perheyrittäjiin. Tutkimusaineisto on myös Pohjoismaiden ja Euroopan tasolla niukkaa, merkittävimpana julkaisuna johdon yritysostoihin keskittyneen Nottinghamin Yliopiston tutkimuskeskuksen (Center for Management Buy-out Research, CMBOR) Euroopan Pääomasijoitusyhdistykselle (European Venture Capital Association, EVCA) valmisteleva tutkimus vuonna 2005, joka käsitteli pääomasijoittajien merkitystä eurooppalaisille perheyrittäjille sukupolvenvaihdostilanteessa. Tutkimus toteutettiin kyselytutkimuksena eurooppalaisille perheyrittäjille, jotka olivat saaneet pääomasijoituksen vuosien 1994-2003 välisenä aikana. Tutkimukseen vastanneiden yritysten osakkeenomistajat olivat ennen yritysostoa joko yksittäinen perhe, jossa kaikki olivat perheen tai avioliiton kautta sukua toisilleen omistaen yli 50 % äänivallasta (76,9 % vastauksista) tai jäseniä useasta eri perheestä (23,1 % vastauksista). Tutkimuksessa käytettiin siis kirjallisuudessa tunnettua laajaa perheyrittäjien määritelmää (Westhead & Cowling 1998). Yrityksistä 70,9 % oli ostohetkellä vielä perustajan hallussa, loput omistajaperheistä olivat joko perineet tai ostaneet yrityksen. Tutkimuksessa havaittiin keskimääräisen vuosittaisen liikevaihdon kasvavan 15,4 % ja tuloksen ennen veroja ja korkoja kasvavan keskimäärin vuosittain 11,3 % pääomasijoituksen jälkeen. Keskimääräinen työntekijöiden määrä ennen yritysostoa oli 263, nousten 440:een työntekijään yritysoston jälkeen. Suurin työntekijöiden kasvu havaittiin alle 50 työntekijän yrityksissä, joissa työntekijöiden kasvu oli 388 %. Huomattavaa oli myös tutkimuksen löydös, jonka mukaan 33 % vastaajista ei olisi uskonut yrityksensä voineen jatkaa itsenäisenä toimijana ilman pääomasijoitusta.

Pääomasijoituksen saaneita perheyrittäjiä tutkivat hieman aiemmin myös Buttignon et al. (2005) Italiassa ja Desbrieres & Schatt (2002) Ranskassa sekä myöhemmin Goossens

et al. (2008) Belgiassa. Buttignon et al. tutkivat 21 perheyriyksen yritysostoa, joissa enemmistön osti pääomasijoittaja vuosien 1995 – 2000 välillä, sukupolvenvaihdoksen yhteydessä. Taloudellisen suorituskyvyn tarkasteluajanjakso oli 2 vuotta ennen yritysostoa ja 3 vuotta pääomasijoittajan irtaantumisen jälkeen. He löysivät heikkoja tuloksia pääomasijoittajan merkityksestä perheyriyksen suorituskykyyn yritysoston jälkeen; heidän mukaansa pääomasijoittaja ei pystynyt vaikuttamaan kohdeyritysten taloudelliseen suorituskykyyn esimerkiksi liikevaihdon kasvulla ja kannattavuudella mitattuna. Tulosten johdosta tutkijat päättivät vielä kategorisoida tutkitut yritykset niiden liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden kehityksen mukaan, toimialan vaikutukset eliminoituina, ja havaitsivat että pääomasijoittajan aktiivinen omistus aiheuttaa eräänlaisen epäjatkuvuuskohdan kohdeyritysten suorituskyvyssä. Huonosti menestyneet yritykset kokivat parannuksen suorituskyvyssä, kun taas hyvin menestyneiden yritysten suorituskyky heikentyi pääomasijoittajan omistuksen aikana. Kaiken kaikkiaan tutkittujen yritysten taloudellinen suorituskyky oli sekalaista; kolmannes yrityksistä menestyi paremmin liikevaihdon ja kannattavuudella mitattuna, kolmannes menestyi huonommin molemmilla mittareilla ja lopuissa tulokset olivat vaihtelevia (kannattavuus parani, mutta yritys ei kasvanut tai päinvastoin). Pääomasijoittajalla ei kuitenkaan havaittu olevan tuhoavaa vaikutusta kohdeyrityksen kehitykseen tarkasteluajanjaksolla. Tulokset olivat yllättäviä, ottaen huomioon että yritykset olivat kypsiltä toimialoilta ja johtoryhmä säilyi suurilta osin samana. Tutkijat arvelivat kaupantekohetken informaatioasymmetrioiden sekä vaikeuden korvata entiset pääomistajat yrityksen johtamisessa vaikuttaneen tuloksiin.

Desbrieres & Schatt (2002) eivät löytäneet pääomasijoittajien velkarahoitteisten yritysostojen lisäävän perheyriyksen suorituskykyä Ranskassa verrattuna saman toimialan verrokkiyrityksiin. He tutkivat 161 perheyriyksen ja konsernien tytäryhtiöiden yritysostoa vuosien 1988-1994 välillä (perheyriyksiä oli 110). Suorituskykyä verrattiin laajasti erilaisilla maksukyvyyn, kannattavuuden ja vakavaraisuuden tunnusluvuilla. Tulosten syinä kirjoittajat arvelivat olevan transaktioissa käytetty vähäisempi velan määrä verrattuna muissa maissa tutkittuihin yritysostoihin (ei poista agenttiongelmia vapaan kassavirran käytön suhteen) ja tarkasteluajanjakso nuorella toimialalla (5 vuotta yritysoston jälkeen, ei irtaantumisen jälkeen). Saman tutkimuksen mukaan suurempien yritysten liiketoimintayksikköjen yhtiöittäminen ja jatkaminen itsenäisenä toimijana yhdessä pääomasijoittajan kanssa havaittiin kannattavampana kuin perheyriyksen yritysostot. Goossens et al. (2008) tutkivat yritysten alkuperäisten omistusrakenteiden vaikutusta yritysoston jälkeiseen suorituskykyyn, kun yritysostossa mukana oli pääomasijoittaja tai kun yritysosto rahoitettiin ilman aktiivisia sijoittajatahoja. Otoksessa oli mukana yhteensä 167 yritystä (perheyriyksiä 43), joissa toteutettiin omistusrakenteiden muutokset vuosien 1996-2003 välillä. Taloudellista suorituskykyä (mm. liikevaihto, taseen loppusumma, ja pääoman kierto nopeus) verrattiin yritysostoa edeltävänä vuonna ja 4 vuotta sen jälkeen. Samoin kuin Desbrieres & Schatt (2002), Goossens et al. 2008 eivät siis tarkastelleet sijoituksia kokonaisuudessaan pääomasijoittajan irtaantumisen jälkeen, mikä saattaa vaikuttaa tuloksiin pääomasijoittajan arvonaluontisuunnitelman ollessa vielä kesken.

Goossens et al. (2008) mukaan yritystoston jälkeinen suorituskky oli kaikissa tapauksissa keskimäärin parempaa, riippumatta yritystoston lähteistä (perheyritys, liiketoimintayksikön divestointi). Pääomasijoittajan ylimääräistä, arvoa luovaa vaikutusta ei kuitenkaan havaittu, vaan yritystosto nähtiin positiivisena yhtiön taloudellista suorituskkyä parantavana tekijänä riippumatta siitä kuka oli transaktion jälkeinen pääomistaja.

Esitetty alustava todistusaineisto pääomasijoittajien arvonnluonnista perheyrityksissä on ristiriitaista ja päinvastaista kuin laajempi pääomasijoituskirjallisuus yleisesti eri yrityksistä raportoi. Toisaalta niissä käytetyt menetelmät, otoskoko, tarkasteluajanjakso sekä primääridatan vaillinaisuus estävät tulosten yleistämistä, minkä johdosta suomalaisiin perheyrityksiin kohdistuneiden pääomasijoitusten taloudellisten vaikutusten ja pääomasijoittajien käyttämien arvonnluontimekanismien tutkiminen on erityisen tarpeellista.

2.6 Arvonnluontimekanismit käsiteltyjen teorioiden mukaan

Pääomasijoittajien arvonnluonnin mekanismeja perheyrityksiin kohdistuvissa yritystostoissa on tutkittu niukalti laajemmassa pääomasijoituskirjallisuudessa. Aihetta sivuaa kirjallisuus, joka käsittelee pääomasijoittajien perheyrityksissä tekemiä strategisia muutoksia tai ulkopuolisten johtajien palkkaamista yritystoston jälkeen sekä pääomasijoittajan roolia siirtymäaikana (sukupolvenvaihdoksessa) kun omistus siirretään entisiltä perheomistajilta (esim. Scholes et al. 2010; Howorth et al. 2004). Rajatun kirjallisuuden teoreettinen pohja on nojautunut lähinnä agenttiteoriaan, eli siihen miten pääomasijoittajien arvonnluonnin mekanismit vähentävät agenttikustannuksia entisissä perheyrityksissä (Scholes et al. 2009, 2010; Goossens et al. 2008; Chrisman et al. 2012). Agenttiteoria on luonnollinen lähtökohta, koska se on historiallisesti nähty pääasiallisena keinona luoda arvoa pääomasijoituksen saaneissa kohdeyrityksissä (Jensen 1989) ja koska perheyrityskirjallisuuden mukaan agenttikustannukset eroavat selvästi perheyritysten ja ei-perheyritysten välillä (esim. Schulze et al. 2003). Myös resurssiperusteista teoriaa on käytetty selittämään perheyritysten erityispiirteistä johtuvia resurssipuutteita, joita pääomasijoittaja voisi arvonnluonnin keinoillaan paikata kilpailukyvyyn parantamiseksi (Wulf et al. 2010).

Seuraavissa 4 alaluvussa käsitellään eri perheyritysten erityispiirteitä selittävien teorioiden kautta pääomasijoittajien perheyrityksissä mahdollisesti käyttämiä arvonnluonnin mekanismeja sekä miten ne vertautuvat laajemman pääomasijoituskirjallisuuden tunnistamiin arvonnluonnin lähteisiin.

2.6.1 Agenttiteorian sanelevat keinot

Jensenin (1989) mukaan kohdeyhtiön agenttikustannuksia pystytään pienentämään, kun yhtiön omistus on keskitetty ja kun toimivan johdon ja omistajien tavoitteet ovat yhteneväiset. Pääomasijoitusyhtiö pystyy pienentämään agenttikustannuksia keskittämällä omistusta eli ostamalla osuuksia suurelta omistajajoukolta (suvulta) ja sitouttamalla

yhtiön toimivan johdon kannustinjärjestelmällä, joka varmistaa operatiivisen johdon ja omistajien tavoitteiden yhdenmukaisuuden. Kannustinjärjestelmä muodostuu tyypillisesti osakkeista tai optioista, joilla avainhenkilöiden omistusosuus yrityksestä on merkittävä (Kaplan & Strömberg 2009). Omistajien ja operatiivisen johdon tavoitteiden yhdenmukaisuus varmistetaan valvonnalla, jota pääomasijoittajat harjoittavat esimerkiksi osallistumalla läheisesti kohdeyhtiön hallitustyöskentelyyn. Muita toimenpiteitä ovat yritysoston rahoittamiseen käytettävä suhteellisen suuri velan osuus, joka pienentää vapaan kassavirran ongelmaa (Kaplan & Strömberg 2009). Perheyriityksissä uskotaan agenttikustannusten olevan perinteisesti pienempiä jo lähtökohtaisesti, koska johto ja omistus ovat tyypillisesti samoissa käsissä ja perheomistajan henkilökohtainen omaisuus on suurelta osin kiinni osakepääomassa (Wright et al. 2009; Tourunen 2009). Näin siis omistus on jo keskittynyt, ja johdon ja omistajien tavoitteet ovat jo yhteneväiset. Agenttikustannusten pienentämisellä voitaisiin siis saavuttaa hyötyä vain niissä perheyriityksissä, joissa perheomistajat eivät osallistu yhtiön operatiiviseen johtoon, ja joissa omistus on hajautunut usean perheenjäsenen kesken. Näin siis agenttikustannusten pienentämisellä, esimerkiksi erilaisten sitoutus- ja kannustinjärjestelmien tai valvontamekanismien toimeenpanolla ei saavutettaisi yhtä merkittävää hyötyä perustajan johtamissa ja omistamissa perheyriityksissä kuin hajautetusti omistetuissa ja johdetuissa myöhempien sukupolvien perheyriityksissä (Chrisman et al. 2012).

Dyerin (2006) mukaan (myös Fama & Jensen 1983) jos perheyriityksen johdossa työskentelee useampi perheenjäsen, voi heidän keskinäisen luottamuksen ja jaettujen arvojen katsoa pienentävän valvonnan ja palkitsemisjärjestelmien tarvetta ja siis perheen ajatella toimivan koherentisti yhteisten tavoitteiden eteen. Monet tutkimukset taas ovat osoittaneet tämän organisaatiorakenteen olevan otollinen altruismille negatiivisille vaikutteille (esim. Sculze et al. 2001, 2003; Miller et al. 2008; Morck & Yeung 2003; Chrisman et al. 2012; Gomez-Mejia et al. 2001; Ahlers et al. 2014). Niitä ovat perheyriityksissä tyypillisesti havaitut agenttiongelmien, kuten esimerkiksi perheenjäsenen suosiminen rekrytointitilanteissa, resurssien käyttö perheen sosioemotionaalisen pääoman kasvattamiseksi, strategisten aloitteiden välttely tai perheen omaisuuden hajauttaminen ei-strategisten yritysostojen kautta (Block et al. 2011). Myös perheenjäsenen opportunisti, jonka korkea osakeomistus ja ulkopuolisten hallitusten jäsenten taikka palkkajohdajien poissaolo mahdollistaa, saattaa lisätä yrityksen tehottomuutta. Perhesuhteiden sekoittuminen liiketoimintaan tekee mahdollisista havaituista epäkohdista rankaisemisen käytännössä vaikeaksi, mikä vähentää muodollisten valvontamekanismien tehokkuutta perheyriityksissä (Chrisman et al. 2012). Vaikka altruismilla aiheuttamat käytös-mallit voivat luoda organisaatioon tehottomuutta myös toimitusjohtajien omistamissa ja johtamissa yrityksissä, uskotaan tässä tutkimuksessa vaikutusten olevan suurempia niissä perheyriityksissä, joissa työskentelee useampi perheenjäsen.

Arvonluonnin keinona perheen ulkopuolisten asiantuntijoiden asettaminen hallitukseen tai johtoryhmään olisivat siis agenttiteorian näkökulmasta tehokkaita (esim. Anderson

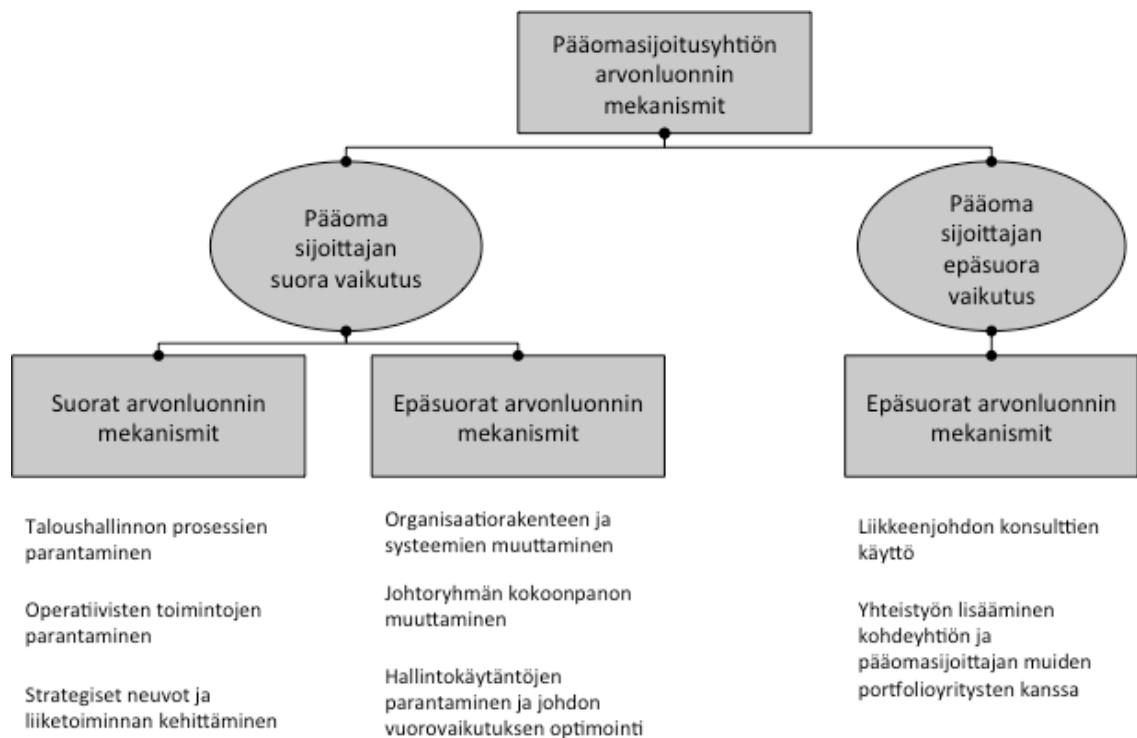
& Reeb 2003; Maury & Pajuste 2005; Brunninge et al. 2007; Achtleitner et al. 2010). Perheen ulkopuoliset jäsenet toisivat yrityksen johtoon laajempaa kokemusta ja ammatitaitoa toimialalta, sekä auttaisivat kehittämään yrityksen päätöksentekoa ammatillisemmaksi ja mahdollisesti enemmän liiketoimintaan perustuvaksi (Scholes et al. 2010; Achtleitner et al. 2010). Osakkeenomistajien ulkopuolinen valvonta saattaisi myös lieventää perheenjäsenten mahdollista opportunistia sekä mahdollistaisi perheenjäsenten suorituskyvyn tarkastelun kriittisesti (Scholes et al. 2010). Myös hallitustyöskentelyn ja hallintokäytäntöjen kehittäminen sekä johtoryhmän kokoonpanon muuttaminen ovat toimenpiteitä, joilla perheyrityksen johtamistyöskentelyä voi parantaa. Enemmistöomiasijoituksen jälkeen, kun entisten perheyrittäjien omistusosuus vähenee voitaisiin perinteistä agenttiongelmasta tavoitteiden yhteneväisyydestä pääomasijoittajan ja vähemmistöön jäävän perheyrittäjän välillä lieventää kannustinjärjestelmällä, joka on sidottu yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn. Myös pääomasijoittajien luoma tiivis yhteistyösuhte ja kommunikointi kohdeyhtiön johdon kanssa sekä raportointivelvoitteet luovat tehokkaan valvontaelimen, joka varmistaa yhdessä suunniteltujen tavoitteiden toteutumista.

2.6.2 Resurssiperusteisen teorian sanelevat keinot

Perheyritysten resurssijoukko perustuu osin resursseihin, jotka liittyvät läheisiin perhesuhteisiin ja niiden vaikutuksiin yrityksen liiketoimintaan. Kilpailuedun lähteenä on siis perhepääoma (familiness), joka vaikuttaa esimerkiksi perheyrityksissä havaittuun kustannustehokkuuteen ja laatuajatteluun. Perheyrityksillä voi olla myös resurssipuutteita, tai niiden perheen vaikutuksesta peräisin olevat resurssit saattavat olla taloudellista suorituskyyä haittaavia esteitä. (Wulf et al. 2010) Habbershonin ja Williamsin mukaan (1999) kyse on tällöin rajoittavasta perhepääomasta. Yrityksen omistajan vaihtuessa tulisi uuden omistajan ottaa huomioon yrityksen erityiset resurssit ja kilpailuedun lähteet, jotta yrityksen taloudelliseen suorituskyyyn ei vaikutettaisi haitallisesti. Pääomasijoittajan tulisi siis tunnistaa ja vaalia perheyritysten erityisiä resursseja sekä samanaikaisesti koittaa lieventää niiden mahdollisia negatiivisia vaikutuksia yrityksen liiketoimintaan. Wulf et al. (2010) mukaan pääomasijoittajat voivat nähdä resurssipuutteet houkuttelevina arvionluonnin mahdollisuuksina perheyrityksissä. Perheyritysten resurssipuutteita ovat esimerkiksi rajallinen rahoitus, joka perustuu pitkälti tulorahoitukseen johtuen perheyrittäjien haluttomuudesta jakaa omistusta tai velkaantua, perheyritysten matala ammattimaisuuden taso tuotannollisissa ja strategisissa asioissa sekä lahjakkaan johdon puute. Resurssipuutteeksi voidaan lukea myös perheyritysten sulkeutuneisuus eli haluttomuus tehdä yhteistyötä muiden yritysten kanssa tai ottaa vastaan neuvoja ulkopuolisilta. (Wulf et al. 2010)

Wulf et al. tutkivat perheyritysten resurssipuutteita suhteessa pääomasijoittajien arvionluonnin mekanismeihin vuonna 2010 yhteensä 118:ssa perheyrityksessä eri puolilla Eurooppaa kyselytutkimuksen keinoin. He pohjasivat tutkimuksensa resurssiperusteiseen

teoriaan, ja tunnistivat yhteensä 8 arvonaluonnin mekanismeista asiantuntijahaastatteluiden ja kirjallisuuden perusteella, joita pääomasijoittajat käyttävät luodessaan arvoa perheyri-tyksissä omistusaikanaan (ks. kuva 4).



Kuva 4: Pääomasijoittajien arvonaluonnin mekanismit perheyri-tyksissä (Wulf et al. 2010, mukaillen)

Wulfen et al. (2010) tutkimustulosten mukaan pääomasijoittajat voivat luoda arvoa perheyri-tykseen sijoitusaikana, mutta tämä arvonaluonnin määrä riippuu yksittäisen perheyri-tyksen suorituskyvystä ennen sijoitusta, ja että kaikilla tunnistetuilla arvonaluonnin me-kanismeilla ei ole identtistä vaikutusta suorituskyyyn. Alkuperäisen hypoteesin mukai-sesti, ulkopuolisten konsulttien käytöllä oli negatiivinen suhde perheyri-tysten suorituskyyyn. Wulfen et al. mukaan pääomasijoittajat valitsevat tämän arvonaluonnin meka-nismin yleisesti siinä tilanteessa, kun perheyri-tyksen suorituskyy on heikko ja että suorituskyky ei nopeasti parane toimeksiannon jälkeen pääomasijoittajan sijoitusaikana. Myös perheyri-tysten kannustus yhteistyöhön pääomasijoittajan muiden kohdeyhtiöiden kanssa nähtiin arvoa lisäävänä mekanismina, kuten Wulfen et al. alkuperäinen hypoteesi ennusti. Yllä olevan kuvion 3 mekanismeista pääomasijoittajan suoraan vaikutukseen lukeutuvat mekanismit eivät olleet arvoa luovia koko otosjoukossa, vaan niiden vaiku-tus riippui kohteena olevan perheyri-tyksen taloudellisesta suorituskyyvystä ennen yritys-ostoa. Tulosten luotettavuutta saattaa heikentää tosin se, että otokseen valitut yritykset olivat osittain vielä aktiivisessa arvonaluonnissa, eikä arvonaluonnin mekanismien vaiku-tusta arvioitu kokonaisuudessaan pääomasijoittajan sijoitusaikana.

Pääomasijoittajat voivat potentiaalisesti vaikuttaa arvonluonnin mekanismeillaan useisiin perheyriytysten resurssijoukkoihin. Inhimillistä pääomaa voidaan kehittää muuttamalla perheyriytysten asennetta riskeihin ja kasvuhakuisuuteen (Bruining et al. 2013). Pääomasijoittajan taloudelliset resurssit ja sijoituskohteen johdon kanssa tehty kasvu-strategia voi ohjata entisen perheyriytteen uudelleen kasvu-uralle, jossa t&k – toimintaan panostetaan (Wright et al. 2009; Meuleman et al. 2009) ja investointeja tehdään liiketaloudellisin perustein. Tässä auttaa myös pääomasijoittajan osaaminen yrityskaupoissa.

Agenttiteorian sanelemat perheen ulkopuoliset hallituksen tai johtoryhmän jäsenet, ammattimaiset johtamisjärjestelmät sekä hyvät hallintokäytännöt edistävät myös perheen ulkopuolisten johtajien ja työntekijöiden rekrytointia laajemmilta työmarkkinoilta. Tasapuoliset kannustinjärjestelmät ja etenemismahdollisuudet motivoivat ja sitouttavat ei-perheenjäseniä, koska urakehitys ei riipu näin työntekijän sukulaissuhteista (Stewart & Hitt 2012). Perheyriytteen sosiaalista pääomaa kasvattaa pääomasijoittajan kontaktiverkostot ja pääomasijoittajan koordinoima yhteistyö sen muiden portfolioyritysten kanssa (Meuleman et al. 2009).

Koska perheyriytksissä voi olla puutteita strategisessa suunnittelussa ja investointeihin liittyvä päätöksenteko on usein epämuodollista, voisivat perheyriytokset hyötyä myös pääomasijoittajan tuesta strategian ja investointien suunnitteluun (Chrisman et al. 2012; Upton & Petty 2000; Schulze et al. 2001; Naldi et al. 2007). Naldi et al. (2007) mukaan perheyriytysten ketteryttä ja päätöksenteon vähäistä muodollisuutta tulisi toisaalta vaa-lia, koska kyky tehdä kokemukseen perustuvia päätöksiä nopeasti ja intuitiivisesti on niiden kilpailuetu. Toisaalta taas selkeät prosessit, objektiiviset kriteerit sekä työkalut auttaisivat ymmärtämään yhtiön toimintaympäristöä, investointien kannattavuuksia sekä vaikutuksia paremmin, mikä voisi parantaa kohdeyhtiön taloudellista suorituskykyä. Tärkeää on siis säilyttää tasapaino ammatillisten prosessien kehittämisen ja ketterän päätöksenteon välillä (Bruining et al. 2013), joka myös Tourusen (2009) mukaan on perheyriytysten tehokkaan investointitoiminnan ja siten kannattavuuden takana.

Sirmon & Hitt (2003) mukaan perheyriytysten inhimillinen, sosiaalinen ja kärsivällinen taloudellinen pääoma synnyttävät erityistä selviytymiskykyä pääomaa, joka auttaa perheyriytystä selviytymään taloudellisesti vaikeista ajoista. Pääomasijoittajan siirtyessä perheyriytteen pääomistajaksi, tämän resurssijoukon merkitys kenties vähenee pääomasijoittajan suurempien taloudellisten resurssien ja muiden voimavarojen johdosta. Pääomasijoitusrahaston pitkä mahdollinen toiminta-aika antaa tosin tilaa pitkäaikaiselle arvonluonnille ja sijoitushorisontille, jolla on myös yhteyksiä kärsivälliseen taloudelliseen pääomaan (Gilligan & Wright 2010). Sirmon & Hittin (2003) mukaan perheyriytysten hallinnolliset kustannukset ovat pienempiä verrattuna ei-perheyriytksiin, johtuen perheenjäsenten keskinäisestä luottamuksesta ja ihmissuhteista. Agenttiteorian mukaiset arvonluonnin keinot, kuten ammattimaisten johtamis- ja kannustinjärjestelmien käyttöönotto, joilla uskotaan olevan myönteisiä vaikutuksia myös perheen ulkopuolisten

työntekijöiden rekrytointiin, todennäköisesti kasvattavat näitä kustannuksia. Toisaalta ammattimainen organisaatio ja sen tuomat edut kuten agenttiongelmien väheneminen todennäköisesti ylittävät suhteessa nämä kustannukset, varsinkin jälkeläisten johtamisessa ja omistamisessa perheyrittäyksissä (Chrisman et al. 2012). Valvonnan tärkeydestä pääomasijoittajien tekemissä perheyrittäykseen kohdistuneissa sijoituksissa raportoi myös CMBOR:in (2005) tekemä kysely eurooppalaisille perheyrittäjille, jossa perheyrittäjät listasivat tärkeimmiksi arvonluonnin mekanismeiksi taloudellisen suorituskyvyn valvonnan, säännölliset budjettiraportoinnit sekä operatiivisen toiminnan valvonnan. Tärkeimpinä ei-taloudellisina arvonluonninmekanismeina perheyrittäjät pitivät pääomasijoitusyhtiöiden roolia sparrauskumppanina erilaisissa liikkeenjohdon kysymyksissä, pääomasijoittajien apua uusien kontaktien tunnistamisessa sekä johdon rekrytoinnissa ja osaamisen kehittämisessä.

2.6.3 Stewardship –teorian sanelevat keinot

Stewardship –teorian mukaan perheenjäsenten kaksinainen rooli työntekijöinä ja sukulaisina edistää ja luo itsesääätelymekanismeja, jotka pienentävät hallinnointikuluja yrityksen johdon ollessa aidosti sitoutunut ja lojaali liiketoimintaan. Näin siis yrityksen omistajien ja toimivan johdon välillä ei ole tavoitteiden ristiriitaa ja käyttäytyminen on agenttiteorian näkökulmasta päinvastaista. Teoriassa perheomistajien ei nähdä olevan opportunistisia taikka riidoissa, ja yrityksen johto kokee sisäistä tyydytystä tehdessään haastavaa työtä (Donaldson & Davis 1991). Hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan tehtävät suositellaan yhdistettävän (Donaldson & Davis 1991), koska hänen ajatellaan motivoituvan puhtaasti yrityksen edun tavoittelusta ja tekevän jopa epäitsekkeitä tekoja liiketoiminnan menestymisen eteen. Näin stewardship –teorialla on myös yhtymäkohtia resurssiperusteisen teorian (Sirmon & Hitt 2003) mukaiseen selviytymiskyypääomaan. Yrityksen hallituksen puheenjohtajan ja toimitusjohtajan roolien yhdistäminen voidaan nähdä myös agenttiteorian mukaisena, jos sama henkilö on lisäksi yrityksen merkittävä omistaja.

Millerin et al. (2008) mukaan stewardship –asenne näyttäytyy perheyhtiön johtajan tavoitteessa turvata liiketoiminnan jatkuvuus, joka on yhteydessä perheyrittäjien pitkäaikaiseen arvonluontiin (myös Arregle et al. 2007). Joidenkin tutkijoiden mukaan stewardship –teorian altruistiset asenteet ovat korkeimmillaan perustajan vielä työskennellessä yrityksessä (Poutziouris et al. 2015; Villalonga & Amit 2006; Miller et al. 2008). Miller et al. (2008) mukaan stewardship –teorian mukainen käyttäytyminen voimistuu, kun yrityksessä työskentelee useampi perheenjäsen, joiden hyvinvoinnista perheyrittäjä kokee olevansa vastuussa.

Stewardship –teoriaa voidaan tarkastella perheyrittäjäkontekstissa kriittisesti siinä tilanteessa, jossa edellä todetun mukainen perheyrittäjän johtajan altruismi kannustaa muiden perheenjäsenten vapaamatkustusta, viivyttelyä ja vastuun välttelyä (Chrisman et al. 2003), jotka ovat myös agenttiteorian mukaisia ongelmia. Myös perheyrittäjän johtajan

pyrkimys lisätä perheenjäsentensä hyvinvointia saattaa lisätä perheyriksen eitaloudellisia tavoitteita ja riskiä karttavaa käytöstä. Siten perheen hyvinvoinnin maksimointi saattaa olla etusijalla yrityksen arvon kustannuksella. Näissä perheyriksissä olisi sijoitustilanteessa tärkeää huomioida sulava uudelleenkeskittyminen takaisin liike-taloudellisiin tavoitteisiin, ja tämän vaikutukset organisaatiokulttuuriin (Wright et al. 2009).

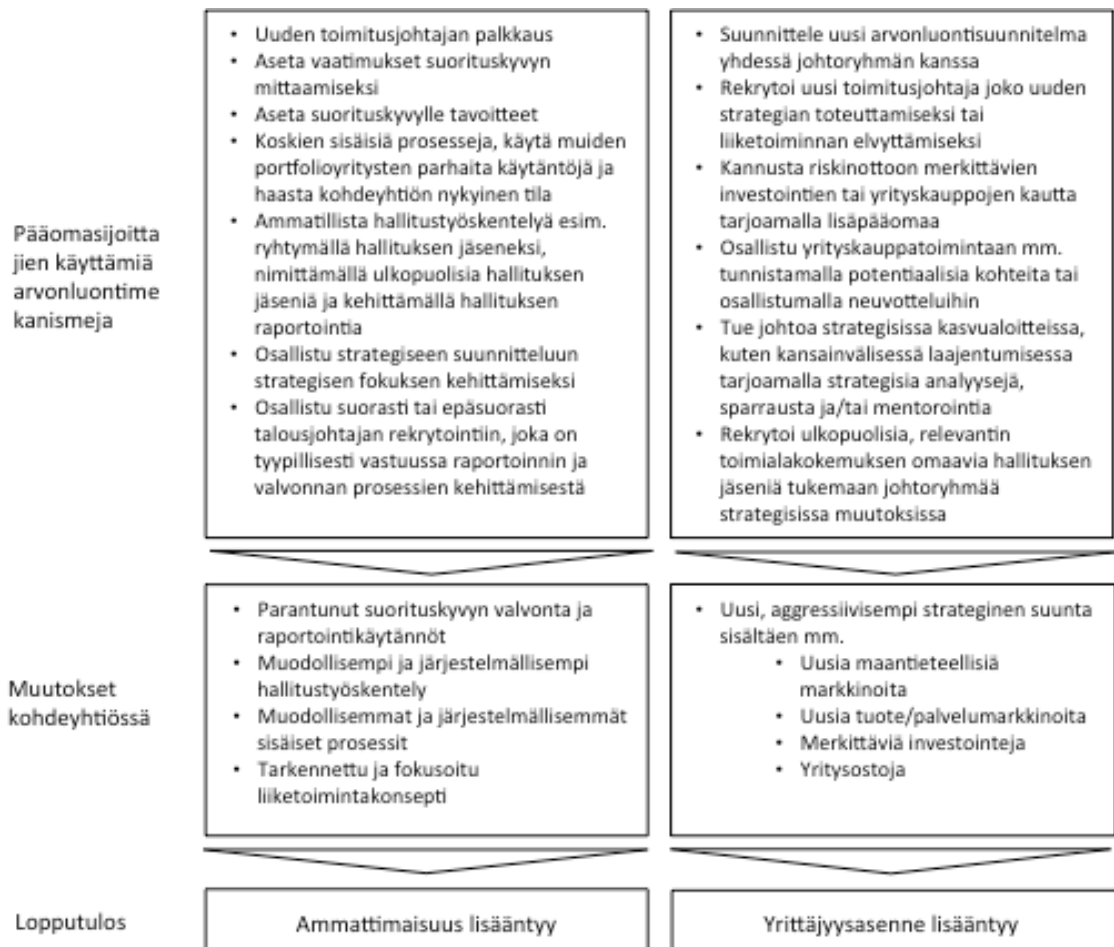
Pääomasijoittajan arvonluonnin kannalta on tärkeää pyrkiä vähentämään mahdollisen altruismin kautta syntyviä agenttikustannuksia ja lisäämään stewardship –asenteita (Miller & Le-Breton Miller 2006). Agenttiteorian sanelemien mekanismien lisäksi tulisi siis samanaikaisesti vaalia perheyrittäjän omistautumista liiketoimintaan. Jos perheyriksessä työskentelee perustaja sijoitushetkellä, tulisi stewardship –teorian mukaan hänelle taata mahdollisimman suuri autonomia liiketoiminnan operatiivisen toiminnan johtamiseen merkittävän vähemmistöomistuksen ohella sekä säilyttää johdossa työskentelevät perheenjäsenet tehtävissään. Stewardship –asenteet ovat teorian mukaisesti vahvempia yrityksissä, joissa on useampi perheenjäseniä yrityksen johdossa, tosin ammat-timaiset johtamis- ja kannustinjärjestelmät sekä ulkopuoliset hallituksen jäsenet saatta-vat heikentää tätä asennetta, kun johtaminen tukeutuu enemmän muodollisiin kanaviin eikä ole henkilöitynyt perheenjäseniin. Myös johdon suorituskvyn arviointi saattaa herättää tarpeen henkilöstövaihdoksiin sijoitusaikana, varsinkin jos agenttiongelmia tai perheen henkilödynamiikka niin vaativat, vähentäen perheenjäsenten määrää yrityksen johdossa. Vanhemmissa ja isommissa perheyriksissä, myös perheneuvostojen perus-taminen tai ylläpito voisi toimia perheen yhtenäisyyden, kulttuurin tai yhteisön säilyt-tämisen hallinnointikeinona (Gnan et al. 2015). Pääomasijoittajan tulisi siis arvioida tilanteen mukaan tasapaino stewardship –asenteiden säilyttämisessä sekä agenttikustan-nusten torjunnassa, suunnitellessaan kohdeyhtiön arvonluontisuunnitelmaa. Stewardship –teorian mukaan perheyriksissä ovat tärkeitä myös sidosryhmäsuhteet, joita pääomasi-joittajan kannustama verkostointitoiminta sen muiden portfolioyritysten ja kontaktiver-koston kanssa voisi laajentaa (Miller et al. 2008).

2.6.4 Vertailu arvonluontimekanismeihin yleisessä kirjallisuudessa

Enemmistöpääomasijoituksille ovat luonteenomaisia pääomasijoittajien harjoittama aktiivinen valvonta esimerkiksi läheisen hallitustyöskentelyn kautta, sijoituksen korkea suhteellinen velkarahoitus ja toimivan johdon korkea omistus (Wright et al. 2009). Nä-mä olivat myös Jensenin (1989) mukaan päämekanismien, jotka alensivat agenttikustan-nuksia kohdeyrityksessä. 1980 –luvun lopulla rahoitukselliset ja hallinnolliset keinot olivat yleisiä, nykyisin käytetään monipuolisemmin myös operatiiviseen toimintaan ja päivittäiseen johtamiseen liittyviä mekanismeja (Kaplan & Strömberg 2009; Yeboah et al. 2014). Varsinkin enemmistöpääomasijoituksissa, arvonluonnin tärkein kohde oli aiemmin tehokkuuden lisääminen agenttikustannuksia vähentämällä (esim. Wright et al.

2000), myöhemmin tulivat Kaplanin & Strömbergin (2009) mukaan myös operationaaliset ja toimialaosaamiseen liittyvät mekanismit. Nykyisin pääomasijoittajat osallistuvat aktiivisemmin kohdeyhtiön kehittämiseen käyttämällä monipuolisesti erilaisia arvонуontimekanismeja liittyen esimerkiksi johtamisen saralla henkilöstöhallintoon, tavoitteiden asettamiseen ja seurantaan sekä operatiivisten käytäntöjen johtamiseen (Yeboah et al. 2014). Pääomasijoittajat ovat apuna myös esimerkiksi ylimmän johdon rekrytoinneissa sekä avaavat kontaktiverkostonsa kohdeyhtiön käyttöön (esim. Goossens et al. 2008).

Toisaalta myös enemmistöpääomasijoituksissa on havaittu pääomasijoittajien rooli kohdeyhtiön kasvun turvaamisessa ja yrittäjäyysasenteen vahvistamisessa, pelkkien agenttikustannusten vähentämisen sijaan (esimerkiksi Bruining et al. 2013; Meuleman et al. 2009; Wright et al. 2001; Zahra 1995). Meulemanin et al. (2009) mukaan pääomasijoittajien arvонуonnista suurempi osa tulee strategisen yrittäjyyden lisäämisestä ja kasvusta, kuin tehokkuuden ja kannattavuuden lisäämisestä agenttikustannuksia pienentämällä. Näin pääomasijoittajien käyttämällä arvонуontimekanismeilla voidaan nähdä olevan erilaisia päämääriä riippuen siitä, tavoitellaanko kohdeyhtiössä tehokkuutta ammattimaisia johtamisjärjestelmiä kehittämällä vai kasvua kannustamalla kohdeyhtiötä tunnistamaan ja tarttumaan mielenkiintoisiin liiketoimintamahdollisuuksiin. Järvenpää (2014) jakoi tutkimuksessaan havaitsemansa arvонуontimekanismit ammattimaisuutta ja yrittäjäyysasennetta lisääviin mekanismeihin, tutkiessaan miten suomalaiset aikaisemman (VC) ja myöhemmän vaiheen (BO) pääomasijoittajat luovat arvoa kohdeyhtiöissään (Kuva 5).



Kuva 5: Jaottelu pääomasijoittajien käyttämistä arvonluonnin mekanismeista (Järvenpää 2014, mukaillen)

Järvenpään (2014) mukaan kohdeyhtiön olosuhteet vaikuttavat siihen, onko pääomasijoittajan käyttämä yksittäinen mekanismi arvoa luova vai ei. Esimerkiksi pääomasijoittajan osallisuus sisäisten prosessien, kuten valvontamekanismien kehittämisessä oli arvokasta vain aikaisemman kasvuvaiheen yrityksille, kun taas jo vanhemmille ja vakiintuneille yrityksille tämän tyyppiseen arvonluontiin ryhtyminen nähtiin turhana haastattelujen perusteella. Myös tässä työssä eri lähteistä ja teorioista koostettujen arvonluontimekanismien vaikuttavuuden uskotaan riippuvan läheisesti perheyrityksen tilanteesta ja pääomasijoittajan havaitsemista kehityskohteista. Esimerkiksi riskiä karttavien ja konservatiivisten perheyritysten uskotaan hyötyvän yrittäjyysasennetta lisäävien mekanismien käytöstä, kun taas niissä perheyrityksissä, joiden liiketoiminnan kehittämisessä ja hallitustyöskentelyssä havaitaan puutteita, hyödytään myös ammatillisuutta tavoittelevien mekanismien käytöstä. Riippuen perheyrityksen tilanteesta, myös molempiin tavoitteisiin tähtäävien mekanismien käyttö voi olla perusteltua, jolloin tasapaino mekanismien välillä on tärkeää. Bruining et al. (2013) mukaan pääomasijoittajat auttavat kohdeyhtiöitään kehittämään samanaikaisesti yrittäjämäisiä ja ammatillisia johtamiskäytäntöjä, jotka nopeuttavat kasvua ja minimoivat samalla korkean velkavivun tuomia riskejä.

Mekanismien erilaiset päämäärät ovat mielenkiintoisia erityisesti sukupolvenvaihdostilanteissa, joissa perustaja tai nykyinen sukupolvi irtaantuu liiketoiminnasta ja seuraava sukupolvi jää jatkamaan työskentelyä. Omistusjärjestely ja seuraavan sukupolven nouseminen yrityksen johtoon saattaa vapauttaa patoutunutta liiketoiminnallista potentiaalia kasvuun (Goossens et al. 2008). Esimerkiksi Scholes et al. (2009, 2010) mukaan perheyritysten strategiset muutokset pääomasijoituksen myötä liittyvät joko pyrkimykseen tehostaa yrityksen toimintaa (jos yrityksen koettiin alisuoriutuvan ennen yritysostoa) tai pyrkimykseen laajentua tai kasvaa tunnistettujen mahdollisuuksien perusteella. Laajenemisstrategian taustalla saattaa olla toisen sukupolven vapaus valita strateginen suunta, jota entisen pääomistajan konservatiivinen johtamisote ja asenne riskeihin ei sallinut (Myös Goossens et al. 2008). Yrittäjämäisen asenteen nostaminen keskiöön yrityksen toiminnassa sekä tutkimus ja tuotekehitys toiminnan lisääminen (Wright et al. 2009), saattaa auttaa palauttamaan perheyrityksen takaisin kasvu-uralle, sekä tukea myös perustajan johtamia perheyrityksiä.

2.7 Yhteenveto kirjallisuuskatsauksesta

Perheyrityskirjallisuuden mukaan perheyrityksillä on useita perheen vaikutuksesta ja omistuksesta johtuvia erityispiirteitä, jotka tekevät siitä erityislaatuisen suhteessa ei-perheyritykseen (esim. Chua et al. 1999). Näillä erityispiirteillä on myös havaittu olevan vaikutuksia perheyritysten taloudelliseen suorituskyykyyn. Esimerkiksi perheyritysten pitkäjänteisen investointihorisontin, ei-taloudellisten tavoitteiden ja alhaisempien agenttikustannusten on väitetty vaikuttavan niiden kannattavuuteen ja investointitoimintaan (Poutziouris et al. 2015; Lappalainen 2014). Perheyritysten erityispiirteiden vaikutusta niiden taloudelliseen suorituskyykyyn ja yritystoimintaan on koitettu kuvata esimerkiksi agentti-, stewardship- ja resurssiperusteisella teorialla. Perheyritysten taloudellisen suorituskyyvyn on havaittu eroavan joissain tutkimuksissa myös siinä, toimiiko perheyrityksen perustaja aktiivisesti yrityksen ylimmässä johdossa (esim. Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit 2006) vai onko johto jo siirtynyt seuraavalle sukupolvelle. Myös perheenjäsenten vaihtelevalla roolilla joko yrityksen operatiivisessa johdossa tai omistajina on havaittu olevan erilaisia vaikutuksia niiden suorituskyykyyn (Block et al. 2011). Chrismanin et al. (2012) mukaan näillä vaihtelevilla rooleilla on yhteys perheyritysten agenttikustannuksien määrään ennen pääomasijoittajan kanssa tehtävää omistusjärjestelyä ja sen jälkeen. Näin siis perheyrityksen ylimmän johdon rakenteella ja luonteella on olennainen merkitys valittaviin arvonaluonnin mekanismeihin. Myös laajemmin yksittäisen yrityksen tilanteella uskotaan olevan suuri vaikutus siihen, mitkä kehitystoimenpiteet ovat arvoa luovia.

Pääomasijoittajat luovat arvoa omistamissaan kohdeyrityksissä monipuolisesti esimerkiksi erilaisten hallinnollisten, rahoituksellisten ja operatiivisten keinojen kautta, ja niiden on yleisesti havaittu onnistuneen kasvattaa kohdeyhtiöidensä taloudellisesta suorituskyykyä investointiajanjaksolla paremmaksi yritysjärjestelyä edeltävään aikaan verrat-

tuna. Kuitenkin rajatut tutkimukset pääomasijoittajien vaikuttavuudesta perheyrityksissä ovat ristiriitaisia yleiseen pääomasijoitustutkimukseen nähden, minkä johdosta suomalaisiin perheyrityksiin kohdistuneiden pääomasijoitusten taloudellisten vaikutusten ja pääomasijoittajien käyttämien arvonluontimekanismien syvälinen tutkiminen on erityisen tarpeellista.

Kirjallisuuskatsauksessa kävi ilmi teorioiden monipuolisuus ja eri teorioihin liittyvät keskenään osin ristiriitaiset tutkimukset ja julkaisut. Tämä vahvistaa käsitystä, jonka mukaan eri mekanismeja tulisi suhteuttaa yksittäisen yrityksen tilanteeseen. Myös tasapaino ammattimaisuutta ja yrittäjäyysasennetta tavoittelevien mekanismien välillä tulee säilyttää siten, että päätöksenteon nopeutta tai perheenjäsenten vapautta ei rajoiteta liikaksi, jotta perheen vaikutuksesta juontuvia kilpailuedun lähteitä ei tukahdutettaisi.

3. TUTKIMUSMENETELMÄT JA AINEISTO

Työn tarkoituksena on kartoittaa millaisilla keinoilla pääomasijoittajat luovat arvoa perheyrytyksissä, joten tutkimuksen luonne on kuvaileva. Tutkimusstrategiaksi valittiin laadullinen tapaustutkimus, koska pääomasijoittajien arvonluontia perheyrytysten kontekstissa on empiirisesti tutkittu aiemmin vain vähän ja tulokset ovat osin ristiriitaisia keskenään (esim. CMBOR 2005 ja Wulf et al. 2010). Tapaustutkimus sopii menetelmänä hyvin uuden teorian kehitykseen tai uuden ilmiön tutkimiseen, koska siinä paneudutaan syvällisesti vain rajattuun määrään tutkimuskohteita, ja näin on mahdollista saavuttaa kokonaisvaltaisempi ymmärrys tutkittavasta ilmiöstä ja sen taustalla vaikuttavista tekijöistä (Voss et al. 2002: Eisenhardt 1989).

Kappaleessa esitellään tapaustutkimus menetelmänä, kuvataan tapausten valinnan ja aineiston keruun prosessi sekä esitellään tutkimukseen valitut tapausyritykset. Lopuksi kuvataan tapa miten haastattelututkimuksen aineisto on analysoitu.

3.1 Tapaustutkimuksen teoriaa

Tapaustutkimuksessa yksi tai useampi tutkija käyttää tyypillisesti monia menetelmiä ja työkaluja tiedon keräämiseen useista kohteista niiden alkuperäisessä ympäristössä, ottaen ajalliset ja kontekstiin liittyvät näkökulmat huomioon ilmiötä tutkittaessa. Käytetyt menetelmät ja työkalut voivat olla sekä kvalitatiivisia tai kvantitatiivisia, ja ne voivat sisältää taloudellista tietoa, haastatteluita, kyselyitä tai havainnointia. Tapaustutkimuksen tavoitteena on ymmärtää tutkittava ilmiö mahdollisimman täydellisesti kerryttämällä useasta eri lähteestä kerättyä todistusaineistoa tulosten luotettavuuden varmistamiseksi. (Meredith, 1998) Toisaalta tämä ymmärrys on luonnollisesti sidoksissa tutkijan subjektiiviseen kokemukseen, ja näin ymmärrystä värittävät tutkijan omat oletukset, uskomukset ja näkökannat (Meredith 1998). Tosin esimerkiksi monitapaustutkimuksissa otannan toistettavuuslogiikalla, eli valitsemalla useampia tapauksia, joita käsitellään itsenäisinä kokeina, voidaan tulosten ulkoista luotettavuutta vahvistaa.

Eisenhardtin (1989) mukaan tapaustutkimuksen yksi vahvuus on sen potentiaali luoda ainutlaatuisia teoreettisia havaintoja. Kun teorian muodostus tapauksista ei riipu vahvasti aiemmasta kirjallisuudesta tai empiirisistä tutkimuksista, se on erityisen sopiva aikaisen vaiheen tutkimuksissa, kun tutkittavasta ilmiöstä on saatavilla vain vähän kirjallisuutta.

3.2 Tapausten valinta ja aineiston keruu

Tutkimuksen otanta valittiin teoreettisesti (Eisenhardt 1989) ja tarkoituksellisesti pyrkien keskittymään tavanomaisimpiin tapauksiin, jossa pääomasijoitusyhtiö tekee perheen johtamaan ja omistamaan kohdeyritykseen sen osakekannan enemmistöä vastaavan pääomasijoituksen. Tutkimuksen tarkoituksena oli keskittyä suomalaisiin pääomasijoitusyhtiöihin ja perheyrityksiin, joissa pääomasijoitus on päättynyt eli pääomasijoitusyhtiö tai –rahasto on irtaantunut tutkimuksen kohteena olevasta yrityksestä vuosien 2013–2016 välisenä aikana. Valinta keskittyä vain päättäneisiin sijoituksiin tuli osin aiemmista empiirisistä tutkimuksista, joissa arvonluontia tutkittiin pääosin kesken sijoituskauden. Kun sijoituskohteita ja sijoitusta arvioidaan jälkikäteen kokonaisuutena, saadaan suurempi varmuus sijoituksen menestykseen liittyneistä tekijöistä. Saman aihepiiriin tutkimuksista mm. Wulf et al. (2010) totesivat tutkimuksensa puutteeksi juuri keskittymisen vain sijoituksen alkuvaiheen arvonluontiin, ja korostivat koko sijoituskauden arvioinnin olevan tärkeää kattavan kokonaiskuvan saavuttamiseksi.

Tutkimuksen tekohetkellä pääomasijoitusyhtiöt olivat siis irtaantuneet tutkittavista perheyhtiöistä, joten pääomasijoittajien tekemää arvonluontia selvitettiin jälkikäteen. Voss et al. (2002) mukaan retrospektiivisesti tapausten valitseminen mahdollistaa tiukemman kontrollin valittavien tapausten luonteen suhteen, mutta vastaajien muistot tapahtumista voivat olla värittyneitä tai vastaajat voivat jälkikäteen rationalisoida ja tulkita tapahtumia eri tavalla kuin niiden tapahtumahetkellä. Tätä vastausten luotettavuuteen liittyvää seikkaa pyrittiin rajaamaan keskittymällä vain tapauksiin, jossa pääomasijoittaja on irtaantunut sijoituskohteestaan viimeisten 3 vuoden aikana tutkimuksen tekohetkellä.

Tapauksia tunnistettiin Suomessa toimivien pääomasijoitusyhtiöiden sijoitushistorioista sekä yhteistyössä Suomen Pääomasijoitusyhdistyksen (FVCA) kanssa. Lisäksi mahdollisten tapausyritysten soveltuvuutta tutkimukseen kartoitettiin pääomasijoitusyhtiöiden julkaisemista lehdistötiedotteista, perheyritysten verkkosivuilta sekä talous- ja sanomalehtien sähköisistä artikkeleista. Tutkimuksen lähtökohdat ja valinta sisällyttää vain viimeisten 3 vuoden aikana irtaantuneita perheyrityksiä rajoittivat tutkimukseen soveltuvien yritysten joukkoa. Yhteydenottojen perusteella haastateltiin lopulta kahta perheyritystä ja vertailun vuoksi yhtä yrittäjän johtamaa ei-perheyritystä, joka muuten sopi tutkimuksen kriteereihin. Lisäksi toinen perheyrityksistä on vieläkin aktiivisessa arvonluonnissa, ja useampi sijoittajataho omistavat yhdessä enemmistön sen osakekannasta. Yrittäjävetoisen ei-perheyrityksen tutkiminen tuo vertailupohjaa muihin tutkittuihin perheyrityksiin nähden ja osaltaan auttaa ymmärtämään paremmin yrittäjävetoisten yritysten ja perheyritysten välisiä eroja.

Taloudellisesti mitattuna jokainen yritys menestyi sijoitusaikana, tutkimukseen ei siten saatu näkemystä epäonnistuneista sijoituksista. Tämä voi johtua myös perheyrittäjien ja pääomasijoittajien haluttomuudesta jakaa yksityiskohtia epäonnistuneista tapauksista (myös Järvenpää 2014). Valitsemalla taloudellisesti menestyneitä sijoituskohteita sekä

sijoituskaudella entisten perheomistajien johtamia yrityksiä, pyrittiin ennustamaan samankaltaisia tuloksia eri perheyrittysten tapausten välillä.

Tutkimuksen empiirisen aineiston muodostavat pääasiassa tapausyritysten edustajien kanssa käydyt haastattelut. Tutkimusmenetelmänä oli puolistrukturoitu haastattelu, jossa eri teemojen ympärille oli luotu keskustelua ohjaavat kysymyssarjat. Jokaisesta tapauksesta haastateltiin kohdeyrityksen sijoituksen aikaista toimitusjohtajaa sekä sijoituksen arvonluonnissa mukana ollutta pääomasijoitusyhtiön edustajaa. Voss et al. (2002) mukaan kun tutkittavista tapahtumista voi olla erilaisia tulkintoja ja näkökantoja vastaajien subjektiivisuudesta johtuen, on haastattelututkimukseen hyvä sisällyttää useampia vastaajia. Sijoituksen aikaiset toimitusjohtajat olivat ennen pääomasijoitusta yritystensä perustajia ja samalla merkittäviä omistajia. Yrittäjävetoista yrityksestä ei tosin saatu pääomasijoittajan edustajan haastattelua tämän kieltäytyttyä haastattelukutsusta. Lopulta tehtiin siis 5 haastattelua. Molempien vastaajaryhmien kanssa käsiteltiin samoja teemoja (perheen vaikutus liiketoimintaan, kasvu, liikkeenjohdon prosessit, johdon ja omistajien välinen yhteistyö), joiden ympärillä keskustelua käytiin etukäteen valmisteltujen kysymysten avulla. Kysymyksiä räätälöitiin hieman jokaisen haastatellun yrityksen kohdalla, mikä auttoi pureutumaan paremmin yritysten yksilöllisiin tilanteisiin. Toisaalta myös avoimet kysymykset antoivat tilaa vastaajille kertoa tapahtumista haluamassaan laajuudessa ja ajoittain vastaukset kattoivat useita eri kysymyksiä samanaikaisesti. Yrittäjien haastattelut kestivät keskimäärin noin tunnin ja 32 minuuttia sekä pääomasijoittajien haastattelut keskimäärin noin 51 minuuttia.

Tietoa tapausyritysten taloudellisesta kehityksestä sijoituskaudella haettiin yritystietokanta Odin:ista (Bureau Van Dijk) ja Asiakastiedon julkaisemasta yritysohjelmisto Voitosta. Tapausyritysten liikevaihdon ja työllisyyden prosentuaalinen kasvu sekä toimiala on esitelty kuvassa 6.

	Tapausyritys A (perheyrittys)	Tapausyritys B (perheyrittys)	Tapausyritys C (ei-perheyrittys)
Liikevaihdon kasvu sijoituskaudella (CAGR-%)	30-40%	20-30%	5-15%
Henkilöstömäärän kasvu sijoituskaudella (%)	1300-1500%	150-250%	200-300%
Toimiala	Ohjelmistopalvelut	Vähittäiskauppa	Metalliteollisuus

Kuva 6: Tapausyritysten taloudellinen suorituskyky sijoituskaudella

Tapausyritys A:ssa liikevaihdon kasvu on laskettu vuoteen 2015 asti sijoituskauden ollessa vielä kesken.

3.3 Aineiston analyysi

Haastattelutilanteessa keskustelut nauhoitettiin tutkimukseen osallistuneiden luvalla, ja äänitteet litteroitiin heti haastattelujen jälkeen. Haastattelujen yhteydessä otettiin myös muistiinpanoja ja jokaisen haastattelun jälkeen täytettiin tutkijan päiväkirja, johon merkittiin ylös ensivaikutelmat ja päällimmäiset tunnelmat tutkimuksesta. Tutkijan päiväkirjaan merkittiin myös tapausyrityksessä koettuja tärkeimpiä arvonluonnin keinoja sekä esiinnousseita erikoisempia havaintoja, joiden arveltiin vaikuttaneen perheyrityksen kehitykseen sijoituskaudella. Nämä ensivaikutelmat ja havainnot ohjasivat kysymyssarjan hienoista muokkausta seuraavien tapausyritysten haastatteluihin.

Eisenhardtin (1989) mukaan tapaustutkimus antaa vapauksia muuttaa kysymyssarjoja haastatteluiden välissä, jos mielenkiintoisia teemoja ilmaantuu. Tämä tutkimusmenetelmän hienoinen muokkaaminen kesken tutkimuksen on sallittua, koska tutkijan tarkoitus on ymmärtää yksittäinen tapaus mahdollisimman syvällisesti. Eisenhardtin (1989) mukaan tapaustutkimuksen tarjoama joustavuus on hallittua opportunismia, jonka avulla tutkija voi käyttää hyväksi tapauksen ainutlaatuisia piirteitä ja siitä ilmaantuvia uusia teemoja muodostettavan teorian parantamiseksi.

Yksittäisiä tapauksia analysoitiin ensin omina kokonaisuuksinaan haastatteluiden litteraattien pohjalta ja haastatteluissa esiinnousseita mahdollisia arvonluontimekanismeja sekä perheyritysten erityisiä piirteitä koodattiin avoimesti erilliseen dokumenttiin. Tämän jälkeen yksittäisissä tapausyrityksissä havaittuja löydöksiä verrattiin tapausten välillä keskenään sekä aiempiin empiirisiin tutkimuksiin, jotta eroja ja yhtäläisyyksiä tapausyritysten arvonluonnin välillä voitaisiin havaita.

4. TULOKSET

Kappaleen alaluvuissa esitellään tutkimukseen osallistuneiden yritysten edustajien kanssa käydyt haastattelut. Tapausyrityksistä kaksi ensin esiteltyä (tapausyritykset A ja B) olivat tämän tutkimuksen määritelmän mukaan perheyrityksiä ennen pääomasijoitusta. Kolmas tutkittu yritys eli tapausyritys C on ei-perheyritys, jossa kaksi yksityishenkilöä omisti yrityksen tasaosuuksin ennen pääomasijoitusta. Jokaisesta tapausyrityksestä esitellään pääomasijoittajan toiminta sijoituskaudella ja käytetyt arvionluonnin keinot sekä perheyritysten tapauksissa myös tunnistetut perheyritysten erityispiirteet. Kaikkia tapausyrityksiä johti yhtiön perustajat ennen pääomasijoitusta, ja perustajat toimivat toimitusjohtajan roolissa myös sijoituskaudella.

Eri tapausyrityksistä haastatellut henkilöt on koodattu seuraavalla tavalla:

- Perustaja A, yrityksen perustaja ja pitkään johtanut toimitusjohtaja
- Sijoittaja A, tapausyritykseen ensimmäisen pääomasijoituksen tehneen pääomasijoitusyhtiön edustaja
- Perustaja B, yhtiön perustaja ja toimitusjohtaja sijoituskaudella
- Sijoittaja B, toinen tapausyrityksen kehittämiseen osallistunut pääomasijoitusyhtiön edustaja
- Perustaja C, yrityksen perustaja ja toimitusjohtaja sijoituskaudella

Tuloksissa puhuttaessa sijoittajista tai pääomasijoittajista tarkoitetaan pääomasijoitusyhtiön edustajia, jotka osallistuivat tapausyrityksen kehittämiseen, joita siis oli tapauksesta riippuen useampia, haastatellun edustajan lisäksi. Sijoittajilla ei tarkoiteta siis pääomasijoitusrahastoon sijoituksen tehneitä institutionaalisia sijoittajia.

4.1 Tapausyritys A

Tapaus A:n perheyrittäjät eivät uskoneet yrityksensä olevan pitkäikäinen perustamishetkellä. Yrityksen taustalla olevan tietokone-ohjelmiston piti alun perin vain toimia apuna toisen perustajan jatko-opintoihin liittyvässä tutkimusprojektissa. Perheyrityksen perustanut aviopari oli jo tehnyt pitkän kansainvälisen uran, ja yrityksen suhteen heillä ei ollut toiminnan alkuvaiheessa merkittäviä tavoitteita. Kun ohjelmiston havaittiin kuitenkin olevan ainutlaatuinen muihin markkinoilla oleviin ratkaisuihin nähden ja sille katsottiin olevan kysyntää, perheyrittäjät alkoivat kehittää ohjelmistonsa ympärille varsinaista liiketoimintaa.

Alkuvaiheessa perustajat olisivat halunneet myydä yrityksensä eteenpäin teolliselle toimijalle, mutta arvostustasoista ei päästy yksimielisyyteen mahdollisten ostajakandidaattien kanssa. Perustajilla ja yrityksellä oli uskottavuuskriisi osin yrityksen pienen koon johdosta, joka päätettiin ratkaista todistamalla ohjelmiston ja yrityksen arvo tavoittelemalla kasvua buy&build –strategialla, eli epäorgaanisesti yritysostoin. Pääomasijoitusta haettiin juuri näiden yritysostojen rahoittamiseen ja riskin jakamiseen.

4.1.1 Kehityskohteet sijoitusaikana

Pääomasijoittajat ovat rahoituksen lisäksi kehittäneet tapausyrityksessä sijoitusaikana talousjohtamista ja hallitustyöskentelyä, sekä sparranneet yrityksen johtohenkilöitä strategiaan, teknologiaan ja organisaatioon liittyvissä kysymyksissä. Perustajien pitkä aiempi työkokemus isoissa kansainvälisissä konserneissa vähensi varsinkin johtamiseen ja operatiiviseen toimintaan liittyvien työkalujen tarvetta. Sijoittajan mukaan normaalit liikkeenjohdon prosessit tulivat heiltä selkärangasta, eikä tämän johdosta yhtiö ollut ikinä niin sanottu tavanomainen kasvuyritys.

Perustaja kuvailee alkuvaiheen hallitustyöskentelyä seuraavasti:

”Alussa oli hallitus, joka oli hyvin tyypillinen pienen perheyhtiön hallitus, jossa oli muutama kokenut liike-elämässä mukana oleva henkilö, jotka tulivat mukaan lähinnä verkostojen kautta, corporate governance ei ollut yhtä selkeä kuin mitä se on tänä päivänä. Hallitus oli kuitenkin ammattimainen siinä mielessä, että jäsenet olivat ammatti-johtajia eikä siis menty pelkästään isä & äiti –pohjalla. Hallituksen kokouksia pidettiin noin kerran kolmessa kuukaudessa, strategiapäivät kerran vuodessa.” - (Perustaja A)

Yritykseen oli siis jo lähtökohtaisesti haluttu rakentaa ammattimaista hallitusta kutsuamalla siihen yrityksen ulkopuolisia jäseniä, joilla oli erilaisia osaamisprofiileja. Tämä jatkui myös sijoituskaudella, kun perustaja edellytti kaikkien uusien hallitusten jäsenten eli lähinnä pääomasijoitusyhtiöiden edustajien tuovan relevanttia osaamista yhtiöön. Tämä oli myös luonnollisesti sijoittajien tahtotila, jota edesautettiin. Tämän johdosta esimerkiksi hallitukseen kutsuttiin yksi organisaatiokulttuurin asiantuntija, joka toimi sijoitusyhtiön mandaatilla. Sijoittajat kiinnittivät huomiota myös hallituksen kokousten ja päätösten valmistelutyöhön, joka oli ennen tehty pitkälti epämuodollisissa kanavissa perheen ja muiden hallitusjäsenten kesken. Kehityksen kohteena oli siis saada päätöksiin enemmän muodollista valmistelua, että päätöksiä ei vain vietäisi läpi mekaanisesti hallituksen kokouksessa. Myös hallituksen kokoontumistiheys nousi sijoituskaudella noin 6:teen kertaan vuodessa. Tämän lisäksi perustaja tapaa hallituksen jäseniä myös kokousten ulkopuolella sekä on heihin puhelimitse yhteydessä.

Pääomasijoitusyhtiöiden edustajat osallistuivat tapausyrityksen kehittämiseen myös perinteisen hallitustyöskentelyn ulkopuolisin keinoin. Hallituksessa istuvat eri osaamisalueiden ammattilaiset sparrasivat johtohenkilöitä suoraan hallituksen ja johtoryhmän

ohi esimerkiksi teknologisissa tai organisaatiokulttuuriin liittyvissä kysymyksissä. Perustaja joka toimii toimitusjohtajana käy myös strategiakeskustelua säännöllisesti kahden hallituksen jäsenen kanssa. Perustajan mukaan juuri sparrauksesta ja omien ajatusten haastamisesta on ollut erityisen paljon hyötyä sijoituskaudella. Kysyttäessä sijoittajien arvionluonnista sijoitusaikana, perustaja vastasi:

”...Kollektiivisesti suurin hyöty on ollut se, että on voinut omia ajatuksia sparrata ja verrata, ja saada vahvistusta omille ajatuksilleen tai epäilyksilleen, olkoon nämä sitten positiiviseen suuntaan tai negatiiviseen suuntaan. Eli kannattaako näin tehdä vaiko ei?” - (Perustaja A)

Tapausyrityksessä korostui myös pääomasijoittajien ja perustajan hyvin läheinen yhteistyösuhde. Perustaja tapasi hallituksen jäseniä epämuodollisesti myös hallitusten kokousten ulkopuolella ja piti heihin yhteyttä säännöllisesti puhelimitse.

Sijoittajan kuvauksen mukaan tapausyrityksen kannattavuuden perusrakenne eli toiminnan katteet olivat kunnossa, mutta yhtiön talousjohto ja kustannuslaskenta vaativat kehitystä etenkin asiakaskohtaisen kannattavuuden näkökulmasta. Tähän puututtiin sijoitusaikana.

”Perustajien vanhasta työelämästä oli hyvä ymmärrys tuottojen ja kulujen suhteesta, oli selkeä minimitaso missä piti liikkua. Sijoittajilta tuli mukaan tarkempi ymmärrys esimerkiksi, että mikä on keskimääräinen laskutus asiakkaasta, ja miten sitä voitaisiin lisätä, sekä 10 suurimman asiakkaan seuraaminen. Sitten tarkistettiin 2 vuotta sijoituksen jälkeen asiakaskohtaiset kannattavuudet, ja nostettiin hintoja kannattamattomilta asiakailta tai ei jatkettu sopimuksia.” - (Sijoittaja A)

Johtaminen oli sijoittajan mukaan henkilöitynyttä yrityksen alkuaikoina, ja sitä piti sparraustyön kautta kehittää pois. Tämä on periaatteessa tyypillinen perheyriksen ongelma. Kehitystyön tuloksena haluttiin luoda siis organisaatio, jossa päätöksenteko ei henkilöityisi niin vahvasti perustajiin, vaan nojaisi prosesseihin. Sijoittaja kuvaa yleisesti tätä yritysten kasvuun liittyvää tilannetta seuraavasti:

”...Organisaatiota tulee kehittää siten, että perustaja voisi päästää irti ja organisaatio voisi ottaa ohjat, tai että delegoitaisiin siten tehtäviä että liiketoiminta ei riipu yksittäisistä henkilöistä” - (Sijoittaja A)

Perustajien osaaminen, suhdeverkostot ja aiempi työkokemus havaittiin merkittäviksi inhimillisen ja sosiaalisen pääoman lähteiksi, jotka olivat vauhdittaneet toimintaa yrityksen alkuaikoina, mutta organisaation rakentaminen ymmärrettiin välttämättömäksi seuraavien kasvuaskelten mahdollistamiseksi. Sijoittajan mukaan organisaatorakenteen kehittämisessä tapausyrityksen suhteen haluttiin aina miettiä asioita siten, että yritys olisi pykälää tai kahta isompi kuin se oikeasti oli, jotta oltaisiin siten valmiita seuraaviin kasvuaskeliin.

Perustajan ja sijoittajan kuvauksien perusteella, tapausyrityksessä A panostettiin ennen kaikkea kasvuun, jota tuettiin kehittämällä kasvun edellyttämiä ammatillisia rakenteita. Perustajan mukaan toimialan luonteesta johtuen kasvua ei tavoiteltu kannattavuuden kustannuksella. Tapausyrityksen arvionluonnissa korostui uusien asiakkaiden ja palvelu-alojen hankkiminen lukuisin yritysostoin, joita sijoittaja A tuki rahoitusosaamisellaan. Yritysostojen tueksi toteutettiin uusi rahoituskierrös, jossa omistajiksi liittyi myös muita sijoitusyhtiöitä. Samalla rahoituskierröksellä sijoittaja A teki lisäpääomituksen.

4.1.2 Perheyriityksen erityispiirteet

Perustajan mukaan tapausyritystä A ei voida pitää tyypillisenä perheyriityksenä, koska yritystä ei lähdetty alkuvaiheessa rakentamaan pitkäikäiseksi, vaan perustajien piti olla vain väliaikaisia omistajia ennen yrityksen myyntiä. Perustajilla ei myöskään ollut erityisiä tavoitteita liiketoiminnan ulkopuolella, joita he olisivat halunneet edistää yritys-toiminnallaan. Liiketoimintaa ei ollut myöskään missään vaiheessa tarkoitus siirtää kokonaan lapsille.

Kysyttäessä perheyriitysten erityispiirteistä tapausyrityksen kontekstissa, perustaja vastasi:

”...Ei alettu rakentamaan perheyriitystä, vaan lähdettiin rakentamaan yritystä tutkimus-projektin ympärille ja lähtökohtaisesti pidettiin toimintaa väliaikaisena. ...Ajatus oli koko ajan, että kaupallinen puoli tästä loppuu, ja joku toinen tulee ja ostaa yrityksen ja alkaa viedä sitä eteenpäin. Tästä ei ollut tarkoitus tulla tämän kokoista perheyriitystä.” - (Perustaja A)

Myös sijoittajan mukaan tapausyrityksessä näkyi vahvasti se, että yritystä rakennetaan kannattavaksi ja oikein päin pyöriväksi yritykseksi, jota ei tarvitse heti uudelleen pääomittaa. Sijoittajan mukaan perustajien kanssa oli myös käyty sijoituskaudella keskusteluja heidän omistusosuutensa pienentämisestä, mikä edelleen on epätavanomaista perheyriityskirjallisuudessa esiintyville tyypillisille perheyriittäjille.

Sijoittajan mukaan perheyriitystausta näkyi siinä, että toimitusjohtajan rekrytoinnit eivät olleet onnistuneita, koska perustajien oli hyvin vaikea antaa sellainen mandaatti ja tila palkkatoimitusjohtajille kuin he olisivat tarvinneet. Toisaalta voi päätellä että palkka-johtajat eivät olleet siis kyllin vahvoja ottamaan tätä tilaa. Tähän liittyy sijoittajan huomioima perustajan tilantäyttävä persoona, sijoituksen alkuvaiheessa havaittu osin henki-löitynyt päätöksenteko. Perustaja tosin koki itse haastattelun perusteella delegoivansa vastuuta ja luovan eri tehtävien ympärille itseohjautuvia työryhmiä.

Tapausyritys A:ssa perustajan poika toimii johtotehtävissä ja on sijoittajan ja perustajan mukaan täysin orgaanisesti noussut positioonsa. Poika on työskennellyt eri puolilla organisaatiota ja hankkinut osakkeensa itse rahalla. Pojalla on myös roolinsa puolesta

normaali kannustinjärjestelmä, sekä on joutunut ostamaan ja rahoittamaan osakeomistuksensa itse. Perheenjäsenenä hän ei siis ole ollut perheyrittäjäkirjallisuudessa havaittujen altruististen tai nepotististen asenteiden kohteena.

”Poika tuli tähän työhön ensin harjoittelijaksi korkeakoulusta ja on oikeastaan raivannut itsensä siihen asemaan missä hän on tänään. Hän on saanut tuta kuinka äärettömän raskasta on tulla yhtiöön, missä perhe on suurin omistaja, ja missä perhe on aktiivisesti mukana. Se ei ole helppo paikka, hän on puhtaasti omin neuvoin tämän asemansa lunastanut ilman minkäänlaista apua, päinvastoin, välillä on ”lyöty päähän” vähän turhan kovaakin.” – (Perustaja A)

Myös sijoittajan haastattelu vahvisti nämä pojan henkilökohtaiset työympäristöön liittyvät haasteet. Perustajan yllä olevaa kuvausta tukee myös perustajan yleinen näkemys nepotismista perheyrittäjissä, joka tuli ilmi haastattelussa:

”Olen sitä mieltä, että perheyhtiön suurimpia kompastuskiviä on nepotismi, siihen kun sorrut niin menet kyllä aika vaarallisille vesille.” – (Perustaja A)

Haastattelun perusteella perheyrittäjän ja pääomasijoittajan välisen yhteistyösuhteeseen vaikuttaa merkittävästi osapuolten välinen luottamus. Perustajan kokemuksen mukaan perustajien valtaa ole koitettu rajoittaa mitenkään. Hänen mielestään ehdottomasti pitää mennäkin niin. Omistusrakenteen muuttuessa perustajat ovat tosin luonnollisesti joutuneet perustelemaan enemmän päätöksiään, perustajan mukaan päätösten perusteleminen on ollut kuitenkin perustajan vaatimus, koska näin tekemällä vahvistuu myös oma luottamus tehtävään päätökseen. Sijoittajan mukaan kaikissa merkittävissä päätöksissä sparrattiin perustajien kanssa etukäteen, joten sijoittajat olivat päätöksentekoprosessissa mukana, mutta lopullinen päätös oli sijoittajan mukaan aina perustajien. Sijoittaja on yhteistyösuhteessaan pyrkinyt muodostamaan käsitystä, että sijoittajan rooli on nimenomaan olla aktiivinen osakas, eikä rahoittaja, joka seuraa vain passiivisesti vierestä.

4.2 Tapausyritys B

Päällimmäinen syy yritysjärjestelyyn tapausyritys B:ssä oli omistuspohjan lavennus, jossa omistajiksi tulivat perustajan B veljiä ja lapsia. Perustaja B:n mukaan tilanne oli tavallaan sukupolvenvaihdos kun nuoremmat veljet tulivat omistajiksi yhtiöön. Yritys toimi vähittäiskaupan alalla, jossa perustajan B aiempi työkokemus ja harrastuneisuus auttoi ymmärtämään yrityksen kohderyhmää sekä auttoi antamaan tuntuman asiakasrajapintaan. Yrityksen alkuaikoina perustajalla ei ollut erityisiä suunnitelmia kasvun suhteen, vaan myynti kasvoi täysin orgaanisesti ja omalla painollaan. Kuitenkin yrityksen kasvettua tiettyyn kokoluokkaan, perustaja ymmärsi ulkopuolisen kumppanin tarjoamat hyödyt ja mahdollisuuden vieläkin nopeampaan kasvuun. Perustaja valmisti yrityskauppaa ja perehtyi yrityskauppaprosessiin hyvissä ajoin ennen toteutunutta transaktiota ulkopuolisen neuvonantajan kanssa. Sitten sijoituskaudella toteutettiin pitkälti se

kasvusuunnitelma, jonka Perustaja B oli tehnyt yhdessä neuvonantajansa kanssa. Perustaja B piti tähän kasvusuunnitelmaan sitoutumista kynnysehtona potentiaalisille ostajakandidaateille.

Perustajan B mukaan pääomasijoittajat antoivat apua oikeisiin asioihin, mm. taloushallinnon prosesseihin, joissa perustajilla ei ollut muodollista koulutusta. Perustaja B koki, että yrityskauppa oli luonnollinen jatkumo yritystoiminnalle, eikä aiheuttanut suurta muutosta esimerkiksi organisaatiokulttuuriin.

4.2.1 Kehityskohteet sijoitusaikana

Tapausyritys B:ssä pääomasijoittaja kehitti hallitustyöskentelyä, taloushallinnon prosesseja ja raportointia sekä tuki perustajan laatiman kasvustrategian toteutumista. Tapausyritys B:ssä korostui erityisesti pääomasijoittajien kova luottamus ja usko perustajien päivittäiseen tekemiseen.

Sijoittaja B:n mukaan irtaantumisvaiheessa nähtiin, että kasvutarina toteutui pääosin juuri niin kuin myyntimateriaaleissa oli suunniteltu. Sijoituskauden alussa Perustaja B:lla oli selkeät tavoitteet, mitkä haluttiin saavuttaa ja pääomasijoittajan rooli oli tukea kasvustrategian toteuttamista. Sijoittajan B mukaan päivittäinen tekeminen oli hyvällä mallilla ja yrityksessä tehtiin töitä yrittäjämäisellä asenteella, jota ei kuitenkaan tarvinnut hillitä. Sijoittajan mukaan tapausyrityksen vahvuus oli asiakasymmärrys, jonka ansiosta oltiin jatkuvasti perillä asiakastarpeista.

”...Kyllä se oli selkeästi se vahvuus että kaverit ovat koko ikänsä käytännössä kauppaa tehneet, ja tiedettiin mitä asiakas haluaa ostaa ja toisaalta osataan itse ostaa oikeita tuotteita oikeilla hinnoilla” – (Sijoittaja B)

Sijoittaja B oli mukana talousjohtajan rekrytoinnissa, joka edelleen kehitti hallinnollisia asioita. Taloushallinnon saralla kehitettiin kustannuslaskentaa ja talousjohtamista, kuten kirjanpitoa ja palkkahallintoa. Myös tilintarkastajien sekä tilitoimistojen kanssa yhteistyötä syvennettiin. Taloudellinen raportointi oli myös yksi iso kehityskohde, jota muiden prosessien kanssa kehitettiin asteittain.

Hallitustyöskentely ennen sijoittajan mukaantuloa ei ollut muodollista tai säännöllistä, vaan päätökset tehtiin nopeasti siltä seisomalta ja perheen sisäisesti, mikä on tyypillistä perheyhtiöissä myös perheyrityskirjallisuuden mukaan. Sijoittaja B kutsui hallitukseen ulkopuolisen jäsenen, jolla oli merkittävää toimialaosaamista, ja joka sparrasi talousjohtajaa taloushallinnon kysymyksissä. Myös pääomasijoitusyhtiön edustajat sparrasivat perustajia ja johtoa rahoituksellisissa ja taloushallintoon liittyvissä kysymyksissä. Sijoittaja B:n kehitystyön tuloksena hallitustyöskentely oli päivittäisestä toiminnasta irrallista, hallituksessa oli perheen ulkopuolisia jäseniä ja kokoustaajuus oli korkeampi. Perustajan B mukaan päätöksistä myös keskusteltiin enemmän.

Perustaja B kokee, että ilman pääomasijoittajaa kasvua ei olisi saavutettu niin nopeasti. Pääomasijoittajan mukaantulo vapautti ajattelua ja antoi uskallusta viedä suunnitelma läpi, kun oli kumppani jakamassa laajentumiseen liittyneet riskit. Kysyttäessä olisiko suunnitelma tehty, jos pääomasijoittaja ei olisi lähtenyt mukaan perustaja vastasi:

”...Ei varmasti olisi niin nopeasti kasvettu, pääomasijoittaja ei tuonut lisärahaa yhtään kauppahetkellä, suunnitelma tehtiin siten, että se voitiin tulorahoituksella toteuttaa. Sijoittajan mukaantulo toi sen rohkeuden tehdä niitä avauksia ja uskoa siihen tekemiseen, kun ei ole enää vain omat rahat pelissä. Kun on kumppani mukana ei tarvitse laittaa tienattua tai omaa rahaa yritykseen niin paljoa, jos käy huonosti.” – (Perustaja B)

Perustajan B mukaan pääomasijoittajan mukaantulo laski investointikynnystä ja toi rohkeutta toteuttaa kunnianhimoisempi suunnitelma, kun oma potti oli turvattu. Tämä tarkoitti perustajan mukaan uutta intoa päivittäisessä tekemisessä.

Pääomasijoittajan ja perustajan välinen yhteistyö sujui hyvin ja keskinäinen luottamus oli vahva. Perustaja koki, että yritysjärjestely ei vaikuttanut hänen jokapäiväiseen työskentelyynsä tai tapaansa toimia oikeastaan mitenkään. Tämä oli myös Sijoittaja B:n tavoite, että operatiivista toimintaa ei kontrolloitaisi tai hidastettaisi ylimääräisillä hallintoprosesseilla.

”Jos joku päätös tarvitaan, niin siihen ei tarvitse seuraavaa hallituksen kokousta odottaa.” – (Sijoittaja B)

Sijoittaja B pyrki siihen, että pääomasijoittajan mukaantulo ei millään lailla vaikeuttaisi tapausyrityksen B päivittäistä tekemistä. Tähän liittyen yrityksen jokseenkin epämuodolliseen johtoryhmätyöskentelyyn ei tarkemmin puututtu, koska päivittäinen tekeminen toimi niin hyvin.

Tapausyrityksessä B panostettiin erityisesti kasvuun. Sijoittajan mukaan kasvun lisäksi haluttiin säilyttää myös yritykselle ominainen korkea kustannustehokkuuden kulttuuri ja siten kannattavuus. Velan määrä haluttiin pitää pienenä, jotta pankkilainavelvoitteet eivät hidastaisi organista kasvua. Uuden toimipisteen avaaminen kun sitoi aika paljon pääomaa, joten velan määrä haluttiin pitää tämän johdosta suhteellisen maltillisena.

4.2.2 Perheyriityksen erityispiirteet

Tapausyritys B:ssä oli monta perheyriitykselle ominaista piirrettä, kuten epämuodollinen päätöksenteko ja siten kehittymätön johtoryhmä- ja hallitustyöskentely. Ominaista oli myös perustajan hieman karttava asenne suunnittelemansa kasvustrategian riskeihin, joita suuresti lievitti pääomasijoittajan mukaantulo. Perustaja kuvailee pääomasijoituksen merkitystä seuraavasti:

*”...Varmaan suurin merkitys, minkä huomasi sillä että pääomasijoittaja tulee mukaan, on, että se laski sitä investointikynnystä itseltä ja toi sitä rohkeutta. Kun ei ollut taval-
laan enää niin paljoa menetettävää, oli oma potti ja tulevaisuus turvattu, niin kasvu-
suunnitelman toteuttaminen tuntui helpolta.” – (Perustaja B)*

Tapausyrityksessä oli aiemmin hyvin perinteinen perheyrityksille ominainen hallitus-
työskentely. Hallituksessa ei ollut perheen ulkopuolisia jäseniä, eikä päätöksiä muodol-
lisesti valmisteltu. Myös päätöksenteko, investointien arviointi ja johdon keskinäinen
kommunikointi olivat epämuodollisia, mutta toisaalta päätöksenteon nopeus oli korkea.
Tapausyrityksessä ei myöskään ollut varsinaista johtoryhmätyöskentelyä, mutta toisaal-
ta toimialan luonne ei sellaista välttämättä olisi vaatinutkaan.

Perustajan ja sijoittajan kuvauksien mukaan tapausyrityksen henkilöstöstä pidettiin hy-
vää huolta. Talon sisältä nostettiin työntekijöitä mielellään uusiin tehtäviin, jotta organi-
saatiokulttuuri eläisi. Perustajan tavoite oli pitää työntekijöiden vaihtuvuus pienenä,
eikä halunnut käyttää toimialalle tyypillistä vuokratyötä, koska perustajan mukaan työn-
tekijöiden pitää tuntea myytävät tuotteet syvällisesti.

*”...Halutaan olla vastuullinen työnantaja, toivotaan että löydettäisiin hyviä tyyppejä ja
että he pysyisivät meillä töissä”. – (Perustaja B)*

Perustajan mukaan yrityksen tarkoituksena on aina ollut tarjota työntekijöilleen lähtö-
kohtaisesti kokopäivätyötä, ja arvioi tämän työntekijöiden arvostamisen pitävän yllä
korkeaa työn tehokkuutta yrityksessä. Sijoittajan B mukaan osa tavarantoimittajista oli
pienempiä yrityksiä, joista myös huolehdittiin siten, että hankintojen maksuaikoja ei
venytetty ylärajoille. Sijoittajan mukaan tämä oli kuitenkin luonnollista hyvän tilaaja-
toimittaja –suhteen ylläpitämiseksi, sekä arveli sen olevan toimialalle tyypillistä.

Perustajan B perhettä ja sukua oli mukana paljon eri puolilla organisaatiota varsinkin
toiminnan alkuvaiheessa:

*”Silloin oltiin todella vahvasti perheyhtiö, ei siinä silloin ajateltu mitään urapolkuja
vaan toki ei niinkään, että oltaisiin palkattu sukulaisia töihin sen takia että ne oli suku-
laisia. Se on meillä erotettu aina, että työt pitää hoitaa. Mutta ovat ne sukulaiset totta
kai päässeet helpommin taloon sisälle, kun perustaja tai muut perheenjäsenet ovat kat-
soneet että kyllähän sukulaiseen voi luottaa tai että ne ainakin tunnetaan, joka helpot-
taa rekrytointiprosessia. Kaupanteko on aina luottamuspuuhaa kuitenkin. Varsinkin kun
silloin ei ollut kaikki prosessit kunnossa, niin piti turvautua luottamukseen, että ei ta-
pahdu väärinkäytöksiä kun porukka lisääntyy.” – (Perustaja B)*

Tämän kuvauksen perusteella yrityksessä ei ole koettu nepotismin tai altruismin negatiivisia vaikutuksia, tai siten suuria agenttikustannuksia. Perustaja B:n mukaan suvun ja liiketoiminnan välinen suhde on toiminut yrityksessä loistavasti, kaikki suvun ja perheenjäsenet tuntevat vastuunsa, eivätkä ole väärinkäyttäneet asemaansa tai tavoitelleet

omaa etuaan liiketoiminnan kustannuksella. Perustajan mukaan hänen yrityksen keski-johdossa työskennelleet veljensä tekivät työtä yrittäjämäisellä asenteella, vaikkakin eivät olleet osakkeenomistajia. Perustaja kuvailee yhtiön ongelmatonta kasvutarinaa seuraavasti:

”..Siinä harvinainen yhtiö, että kuitenkin niin monta perheenjäsentä on mukana liiketoiminnassa ja ei ole ikinä ollut mitään ristiriitoja, ollut aina selvä vastuunjako, kaikki tietävät kuka on isäntä talossa ja kuka päättää viime kädessä.” – (Perustaja B)

Perustaja B:n mukaan korkeintaan on ollut joitain tapauksia, joissa asiakkaalle on annettu ehkä liian kireitä tai löysiä maksuehtoja. Näitä jouduttiin sitten yhtenäistämään prosesseilla, jotta toimintatavat olisivat yhteneväisiä ja ammattimaisia koko yrityksessä ja näyttäytyisivät myös asiakkaille niin.

Perustaja B:n mukaan liiketoiminta oli historiallisesti tarkoitus siirtää seuraavalle sukupolvelle, jos yrityksen myynti ei olisi onnistunut aiotusti. Yrityksessä oli työskennellyt alusta asti perustajan lapsia, jotka olisivat pystyneet jatkamaan yritystoimintaa. Nähtiin kuitenkin, että verotuksellisesti järkevin tapa siirtää omistusta ja laventaa omistuspohjaa oli yrityskauppa. Perustaja kertoi pääomasijoittajan kanssa myyntineuvotteluissa ymmärtäneensä, että kaupan yhteydessä voi tehdä sukupolvenvaihdon siten, että perustajien ei tarvitse kokonaan luopua yrityksestään ja, että lapset voisivat jatkaa mukana yrityksen toiminnassa.

4.3 Tapausyritys C

Tapausyritys C oli perustettu tekemään alihankintapalveluita metalliteollisuudelle. Sittemmin toimintaympäristön muutoksen seurauksena alihankintaliiketoiminta hidastui merkittävästi, joten yritys päätti tuotteistaa ratkaisut, joita oltiin aiemmin tehty alihankintana asiakkaille. Yrityksen alkuvaiheessa muuta kotimaista kilpailua ei oikeastaan ollut, vaan yritys loi omat markkinansa. Yrityskaupan syynä oli kahden yhtiön suuren omistajan epätasaisista työpanoksista johtunut eripura. Yrityksen toinen omistaja, perustaja C koki tilanteen olevan epäoikeudenmukainen, koska omistajien kompensatio oli sama huolimatta osallistumisesta yrityksen johtamiseen ja kehittämiseen. Tämä pani aluille halun etsiä ratkaisua omistusjärjestelystä.

Tapausyritys C:tä arvioitaessa on käytössä vain perustajan haastatteluaineisto, pääomasijoitusyhtiön edustajan kieltäytyessä haastattelukutsusta.

4.3.1 Kehityskohteet sijoitusaikana

Tapausyrityksessä C suurin pääomasijoittajan lisäarvon lähde oli perustajan mukaan päätös toteuttaa epätavallinen koko henkilöstölle suunnattu osakeanti. Konsernirakennetta myös yksinkertaistettiin, jolloin usean yrityksen konsernista siirryttiin yhteen yhti-

öön. Toinen pääomistajista irtautui yrityksen johdosta ja myi osakkeensa sijoituskauden puolivälissä, perustajan C aloitteesta. Perustajan mukaan päätös oli oikea, sillä jatkoa ajatellen yhteistyö- ja ihmissuhde oli käytetty loppuun.

Yrityksessä oli ollut jo ennen pääomasijoittajan mukaantuloa omistajien lisäksi 2 ulkopuolista hallituksen jäsentä, jotka toivat lisäarvoa yhtiön toimintaan omilla erikoisosaisillaan. Perustajan mukaan ulkopuolisen näkemys oli mukana jokaisessa hallituksen kokouksessa, jota hän piti tärkeänä. Hallitustyöskentely oli myös säännöllistä noin 6 kertaa vuodessa, jonka lisäksi toimintaympäristöä ja tuotestrategiaa arvioitiin noin 2 vuoden välein erillisissä kokouksissa. Hallitustyön prosessit olivat siis ammattimaisia jo ennen pääomasijoitusta, eikä ne olleet merkittävän arvonluonnin kohteena sijoitusaikana. Pääomasijoittaja tosin asetti ulkopuolisen ammattijohtajan hallituksen puheenjohtajaksi sekä alkoi järjestää hallituksen ja johtoryhmän yhteisiä strategiakokouksia kerran vuodessa.

Ennen pääomasijoitusta, investoinneista tehtiin perustajan C mukaan asianmukaiset takaisinmaksulaskelmat ja perusteltiin niiden tarpeellisuus hallitukselle. Investointitoiminta oli siis niinkään ammattimaista ja investoinnit tehtiin pääasiassa kokonaan tulo-rahoitteisesti perustajan huonojen pankkirahoitukseen liittyneiden kokemusten johdosta. Perustajan mukaan päätös pankkirahoituksen poisjättämisestä ei kuitenkaan ole rajoittanut investointitoimintaa, mm. osamaksujärjestelyjen ansiosta. Käytäntö jatkui samana sijoituskaudella eikä pääomasijoittaja myöskään lisäpääomittanut yritystä kaupantekohetken jälkeen. Perustajalla oli pitkäjänteinen näkökulma yrityksen pääomaan. Myös tuotanto oli kustannustehokasta ja siten kannattavaa, eikä näin operatiiviseen toimintaan puututtu. Yrityksen hallintoa oli myös tasaisesti kasvatettu sekä vastuita jaettu yrityksen kasvaessa, sekä yrityksessä oli jo muodollinen johtoryhmätyöskentely ennen pääomasijoitusta. Toisaalta raportoinnin ja muodollisen päätöksenteon prosesseja tiukennettiin sijoitusaikana, minkä perustaja C koki vaikeuttavan omaa työtään.

Perustaja C oli osallistunut yrityksen perustamisesta saakka monipuolisesti eri osastojen toimintaan. Tämän johdosta yrityksessä oli hyvin henkilöitynyt johtamistapa, jossa perustajalla oli monen asian suhteen lopullinen päätöksentekovalta. Perustaja koki, että hänen asemansa yhtiön omistajana sekä toimitus- ja teknologiajohtajana tuotti hänen mielipiteilleen suuremman painoarvon ja auktoriteetin, vaikkakin piti esimerkiksi johtoryhmätyöskentelyä hyvänä tapana saada eri näkökulmia asioihin. Sijoituskaudella perustaja C joutui monissa päätöksissä perustelemaan muodollisesti kantansa, mitä piti vieraana ja turhauttavana.

”...Kyllähän minä muutin omaa tyyliäni aika paljon, koska toimin ennen pääomasijoittajan mukaantuloa aika omavaltiaasti, katsoin sen 50% omistuksen, toimitusjohtajan roolin sekä teknologioiden hallitsemisen isoiksi mandaateiksi. Silloin minun ei tarvinnut paljoa perustella tai raportoida...” – (Perustaja C)

Perustajan mukaan kuitenkin tähän perusteluun ja raportointiin tottui lopulta hyvin, kun rakensi rutiinin ja hyvät työkalut. Myös raportoinnista oli jo hyvä valmius olemassa organisaatiossa. Perustajan mukaan hallitukselta myös vaadittiin selvästi enemmän sijoituskaudella, ja että eron huomasi heti kun hallituksen puheenjohtaja vaihtui pääomasijoitusyhtiön nimittämään ammattijohtajaan.

”...Sellaisen konsensuksen ja hyvän olon tilalle tuli vaatimus.” – (Perustaja C)

Vaikkakin muutos oli perustajalle sijoituskauden alkuvaiheessa suuri, niin päätöksenteon nopeus ei perustajan mukaan hidastunut ja perustaja C tuli hyvin toimeen pääomasijoitusyhtiön edustajien kanssa. Perustaja C koki tavoitteet yhteneväisiksi pääosin omistuksen kautta.

Tapausyrityksestä C tekee erikoisen se, että työntekijöille annettiin mahdollisuus osallistua osakeantiin muiden avainhenkilöiden ohella. Osakeannin kautta saatiin työntekijöiden enemmistö mukaan sijoitukseen. Perustajan mukaan laaja henkilöstöomistus helpotti päivittäistä johtamista suuresti, vaikkakin yrityksen koon kasvaessa enemmistö työntekijöistä ei ollutkaan enää omistajia sijoituskauden lopulla. Pienomistajia pidettiin informoituina heille suunnatuissa infotilaisuuksissa, joita pidettiin jokaisen hallituksen kokouksen yhteydessä.

”...Joku työntekijä naureskeli, että nythän tämä menee päin helvettiä, kun pääomasijoittaja tulee omistajaksi. Kyseinenkin virnuilija kuitenkin merkkasi osakkeita henkilöstöannissa.” – (Perustaja C)

Perustajan mukaan henkilöstöomistus oli pääomasijoittajan tärkein arvonaluonnin lähde tapausyrityksessä. Toiseksi tärkein keino oli perustajan mukaan päätös olla jakamatta osinkoa sijoitusaikana. Voittovarot ohjattiin takaisin liiketoimintaan ja arvonnousun realisointi haluttiin omistajien tahdosta toteuttaa vasta irtaantumisen yhteydessä. Tosin antiin osallistuneille työntekijöille jaettiin osinkona takaisin alkuperäiset merkintähinnat vuotta ennen irtaantumista, koska perustajan mukaan näiden työntekijöiden keskuudessa oli syntynyt pelkotiloja siitä, että saataisiinko sijoitettuja rahoja enää koskaan takaisin.

Tapausyrityksessä C panostettiin erityisesti kasvuun samalla kun tuotannon tehokkuus ja kannattavuus säilytettiin. Perustajan mukaan kasvua tavoiteltiin pääasiassa olemassa olevilta markkinoilta myyntityötä lisäämällä.

5. AINEISTON ANALYYSI

Kappaleessa analysoidaan eri tapausyrityksissä havaittuja pääomasijoittajien käyttämiä arvonaluontimekanismeja sekä verrataan niitä keskenään. Havaittuja arvonaluontimekanismeja arvioidaan myös kirjallisuuskatsauksessa esiteltyjen perheyritysteorioiden ja aiempien empiiristen tutkimusten (lähinnä Wulf et al. 2010; CMBOR 2005; Järvenpää 2014) näkökulmasta, sekä haetaan arvonaluontimekanismeille selittäviä tekijöitä tutkituissa tapausyrityksissä havaituista ominaispiirteistä. Kappaleessa käsitellään myös rajatusti tapausyritysten yrityskauppavaiheen tapahtumia, jos niillä on olennainen merkitys perheyritysteorioiden mukaista käyttäytymistä analysoitaessa tai jos haastatellut perustajat uskoivat niiden vaikuttaneen merkittävästi sijoituskaudella realisoituun arvonnouluun tai ylipäänsä yrityskaupan onnistumiseen. Kappaleessa analysoidaan myös ei-perheyrityksen eli tapausyrityksen C eroja ja yhtäläisyyksiä tutkittuihin perheyrityksiin.

Kappaleen toiseksi viimeisessä alaluvussa esitellään analyysin perusteella keskeisiä pääomasijoittajien arvonaluontimekanismeja suomalaisissa perheyrityksissä sekä arvioidaan niiden soveltuvuutta. Viimeisessä alaluvussa arvioidaan tutkimuksen yleistettävyyttä, luotettavuutta ja validiteettia.

5.1 Pääomasijoittajien käyttämiä arvonaluontimekanismeja tapausyrityksissä

Tapausyrityksissä käytettiin monia taloudellisia ja ei-taloudellisia arvonaluontimekanismeja, joista suurin osa on jo aiemmin havaittu laajemmassa pääomasijoituskirjallisuudessa sekä rajatuissa aiemmissa empiirisissä tutkimuksissa. Tapausyrityksissä käytetyt tärkeimmät arvonaluontimekanismit ja tapausyrityksissä havaitut ominaispiirteet ennen pääomasijoitusta on esitetty kuvassa 7.

	Tapausyritys A (perheyritys)	Tapausyritys B (perheyritys)	Tapausyritys C (ei-perheyritys)
Käytetyt arvonluontimekanismit	<ul style="list-style-type: none"> Hallitustyöskentelyn kehittäminen Ulkopuolisten hallituksen jäsenen nimitys Sparraus strategisissa ja operatiivisissa asioissa Johtoryhmätyöskentelyn kehittäminen Taloushallinnon prosessien kehittäminen Rahoitusosaaminen ja lisäpääomitus yritysostojen tueksi 	<ul style="list-style-type: none"> Hallitustyöskentelyn kehittäminen Ulkopuolisen hallituksen jäsenen nimittäminen Johtoryhmän sparraus Taloushallinnon ja raportoinnin kehittäminen Talousjohtajan rekrytointiin osallistuminen 	<ul style="list-style-type: none"> Ulkopuolisen hallituksen jäsenen nimittäminen Strategiset neuvot Muodollisten päätöksentekoprosessien kehittäminen Raportoinnin kehittäminen Henkilöstölle suunnattu osakeanti
Tapausyrityksen ominaispiirteitä ennen yritysostoa	<ul style="list-style-type: none"> Epämuodollinen päätöksenteko Henkilöitynyt johtaminen Inhimillinen ja sosiaalinen pääoma 	<ul style="list-style-type: none"> Epämuodollinen päätöksenteko Suppea hallitustyöskentely Perustajan riskiä karttava asenne Henkilökunnan hyvinvoinnista huolehtiminen Yritystoiminnan jatkuvuuden tavoittelu Inhimillinen pääoma 	<ul style="list-style-type: none"> Epämuodollinen päätöksenteko Pankkirahoituksen karttaminen Pitkäjänteinen näkökulma pääomaan

Kuva 7: Tapausyrityksissä havaitut pääomasijoittajien käyttämät arvonluontimekanismit ja ominaispiirteet ennen pääomasijoitusta

Arvonluontimekanismit, joita havaittiin käytettävän kaikissa tutkituissa tapausyrityksissä liittyivät hallitustyöskentelyn ja taloushallinnon kehittämiseen sekä strategiaan neuvoihin ja sparraukseen, joita pääomasijoitusyhtiön edustajat antoivat tapausyritysten perustaja-toimitusjohtajille sekä operatiiviselle johdolle eri yhteyksissä, joko hallitusten kokouksissa tai niiden ulkopuolella. Näistä taloudellisen raportoinnin, strategisten neuvon ja sparrauksen arvoa lisäävät roolit havaitsivat myös perheyrityksiin kohdistuneita enemmistöpääomasijoituksia tutkineet CMBOR:in (2005) sekä Järvenpään (2014) tutkimukset. CMBOR:in (2005) kyselytutkimuksen mukaan perheyrittäjät pitivät säännöllistä budjettiraportointia pääomasijoittajien toiseksi tärkeimpänä arvonluontimekanismina. Samassa tutkimuksessa tarkemmin tärkeimpinä ei-taloudellisina arvonluontimekanismeina perheyrittäjät pitivät pääomasijoitusyhtiöiden roolia sparrauskumppanina erilaisissa liikkeenjohdon kysymyksissä, tukea yritystoiminnan kannalta tärkeiden kontaktien tunnistamisessa sekä johdon rekrytoinnissa ja osaamisen kehittämisessä. Näistä rooli sparrauskumppanina ja tuki johdon rekrytoinneissa havaittiin myös tämän tutkimuksen tuloksissa. CMBOR:in (2005) tutkimuksen mukaan tärkein yksittäinen arvonluontimekanismi oli pääomasijoittajien antamat strategiset neuvot, jota perustaja A piti myös tärkeimpänä tapausyritys A:ssa. Järvenpään (2014) tutkimuksessa havaitut halli-

tustyöskentelyn kehittäminen, talousjohtajan rekrytointiin osallistuminen, sparraus strategisissa asioissa sekä yrityskauppaprosessiin osallistuminen ja yrityskauppoihin kannustaminen rahoituksella tulivat myös esille tämän tutkimuksen tuloksissa. Mielenkiintoisesti tässä tutkimuksessa ei saatu näyttöä toisen pääomasijoittajien arvonluontiin perheyrittyskontekstissa keskittyneen tutkimuksen tuloksista (Wulf et al. 2010).

Kun vertaa tapausyrityksissä käytettyjä arvonluontimekanismeja tapausyrityksissä havaittuihin ominaispiirteisiin ennen omistusjärjestelyä, niin voi havaita selittäviä tekijöitä valituille arvonluontimekanismeille. Haastatteluaineiston perusteella hallitus- ja johtoryhmätyöskentelyn sekä raportoinnin kehittäminen toteutettiin lähinnä tapausyritysten henkilöityneestä ja epämuodollisesta päätöksenteosta johtuen. Ennen pääomasijoitusta perustajat olivat toimineet tapausyrityksissään toimitusjohtajina ja merkittävänä osakeiden omistajina, jolloin luonnollisesti päätöksenteko ja niiden valmistelu ei vaatinut ammatillisia prosesseja, kun päätökset tehtiin pienessä piirissä, tapausyritysten A ja B tapauksessa lähinnä perheen piirissä. Myös CMBOR:in kyselytutkimuksen (2005) mukaan ennen pääomasijoitusta perheyrittysten toimitusjohtajan tai ylimmän johdon tekemillä päätöksillä oli suuri painoarvo ja päätöksenteon prosesseja pidettiin epämuodollisina. Pääomasijoituksen jälkeen päätöksentekovastuu jakaantui kuitenkin tasaisemmin eri osastojen päälliköille sekä taloudellista ja operatiivista tietoa oli saatavilla paremmin läpi organisaation. Tämän tutkimuksen perusteella henkilöitynyt johtamistapa ei ole puhtaasti vain perheyrittysten erityispiirre, vaan läsnä myös yrittäjävetoisissa yrityksissä. On myös huomattava, että tapausyritysten päätöksenteon nopeus oli vastaajien mukaan korkea ennen pääomasijoitusta ehkä juuri tästä epämuodollisuudesta johtuen, mutta perustajat eivät kokeneet päätöksenteon nopeuden hidastuneen pääomasijoituksen jälkeen, vaikkakin päätöksenteon prosesseja kehitettiin ammattimaisemmiksi.

Kaikissa tapausyrityksissä pääomasijoittajat kunnioittivat yrityksen aikaisempaa rakennetta ja luottivat johtoon operatiivisissa asioissa. Myös CMBOR:in (2005) kyselytutkimuksen mukaan perheyrittysten kokema neljänneksi tärkein yksittäinen pääomasijoittajien arvonluontimekanismi oli antaa toimivalle johdolle vapaus johtaa yritystä ilman puuttumista. Luonnollisesti ainakin kannattavuudeltaan hyvissä kohdeyrityksissä pääomasijoittajat eivät välttämättä näe tarvetta puuttua toimenpiteisiin, jotka parantaisivat tuotannon tehokkuutta.

Huomattavaa oli myös, että kaikissa tapausyrityksissä keskityttiin ammatillisten rakenteiden kehittämiseen, jotta lisäkasvua voitaisiin tavoitella. Tapausyrityksessä A tuettiin lisäksi yrityskauppatoimintaa tarjoamalla rahoitusta ja lisäpääomaa, sekä kutsumalla hallitukseen organisaatiokulttuurin asiantuntija. Pääomasijoittajien käyttämien arvonluontimekanismien käytön kaksijakoisen luonteen kuvasivat Bruining et al. (2013), joiden mukaan pääomasijoittajat auttavat kohdeyrityksiään kehittämään samanaikaisesti sekä yrittäjäyhteisöä että ammattimaisia johtamiskäytäntöjä. Pääomasijoittajat mahdollistavat siis kasvun kehittämällä sitä tukevia ammattimaisia rakenteita. Tämä tuli esille myös Järvenpään (2014) työssä, jossa tapausyrityksissä, jossa keskityttiin pääasi-

assa yrittäjyysasenteen kehittämiseen ja siten kasvuun, kehitettiin myös samalla hallitustyöskentelyä ja raportointia eli ammatillisia rakenteita. Mielenkiintoista verrattuna Järvenpään (2014) tuloksiin oli se, että tapausyritys B:ssä yrittäjyysasennetta ei tarvinnut arvonluontimekanismeilla erikseen kehittää, vaikka yritys kasvoi merkittävästi sijotuskaudella. Ammatillisia rakenteita kehitettiin vain, jotta organisaatio pysyisi kasvun mukana. Toisaalta tapausyritys B:ssä pääomasijoittajan mukaantulo oli välttämätöntä perustajan riskiä karttavan asenteen lieventämiseksi, mikä ylipäänsä mahdollisti suunnitellun kasvustrategian läpiviemisen.

5.2 Tapausyrityksen C erot ja yhtäläisyydet perheyriityksiin

Tapausyrityksessä C hallitustyöskentelyn taso oli yritystoiminnan alkuvaiheessa huomattavasti ammattimaisempaa verrattuna tapausyritykseen B. Tapausyrityksessä C hallitus kokoontui säännöllisesti, jäsenenä oli yrityksen ulkopuolisia henkilöitä, sekä esimerkiksi investoinneista tehtiin asianmukaiset laskelmat ja valmistelut. Yrityksessä oli myös ammattimaisempaa johtoryhmytyöskentelyä ennen pääomasijoittajan mukaantuloa verrattuna tapausyrityksiin A ja B. Vain perustaja C tosin koki suuren muutoksen pääomasijoittajan tullessa omistajaksi, kun tavoitteita kiristettiin ja hallituksen puheenjohtajana aloitti pääomasijoittajan nimittämä ammattijohtaja.

Tapausyrityksessä C käytettiin lähes kaikkia samoja arvonluontimekanismeja kuin tapausyrityksissä A ja B, lisäksi myös tapausyrityksessä C päätöksenteko oli henkilöitynyt perustajaan. Ainoa aidosti erottava tekijä verrattuna varsinaisiin perheyriityksiin oli tapausyrityksen C työntekijöille tarjottu mahdollisuus siirtyä yrityksen omistajapohjaan kaupantekohetkellä. Henkilöstöomistus helpotti perustajan mukaan sijoituskaudella suuresti yrityksen päivittäistä johtamista. Henkilöstöomistus voi siten toimia lievittävänä tekijänä yrityskauppatilanteen muutosjohtamisessa, jossa koetun epävarmuuden määrä saattaa olla suuri. Se voi myös linjata työntekijöiden ja pääomistajien tavoitteita, mikä näyttäytyy liiketoiminnalle myönteisesti. Henkilöstölle suunnattu osakeanti ei välttämättä ole arvonluontimekanismi, sillä se kuului kaupan rakenteeseen eikä sijoituskaudella tehtäviin kehitystoimenpiteisiin. Kuitenkin perustaja piti tätä tärkeimpänä arvoa lisäävänä tekijänä, sillä päivittäinen tekeminen helpottui suuresti. Myös Wulf et al. (2010) havaitsivat, että suurin osa arvonluonnista saatetaan saavuttaa jo yritysostohetkellä, jolloin kaupalle suunnitellaan rakenne ja yhtiön johtajaryhmästä päätetään.

5.3 Vertailu eri teorioiden mukaisiin mekanismeihin

Kirjallisuuskatsauksessa arvioitiin eri perheyriityskirjallisuuden teorioiden mukaisia arvonluontimekanismeja, joita pääomasijoittajat voisivat potentiaalisesti käyttää sijoittamiinsa perheyriityksiin. Tässä kappaleessa arvioidaan näistä teorioista johdettuja arvonluonnin keinoja tapausyritysten A ja B tuloksiin sekä perustellaan mahdollisia syitä havaituille eroille ja yhtäläisyyksille. Tiedot perheyriitysten ominaisuudet, kuten epämuo-

dollinen päätöksenteko ja sen merkitys yrityksen suorituskyvylle tai aiemmalle yrityksen rakenteelle, ovat käsitelty seuraavissa alaluvuissa useasti, jos niillä on merkityksiä useammassa eri teoriassa. Tämä johtuu eri teorioiden osittaisesta päällekkäisyydestä samassa kontekstissa, jossa samoilla ominaispiirteillä tai arvonaluontimekanismeilla voidaan väittää olevan eri merkityksiä tai vaikutuksia eri viitekehyksissä.

5.3.1 Havaitut arvonaluontimekanismit agenttiteorian mukaan

Tapausyrityksissä A ja B ei havaittu pääomasijoittajien tarvetta tiukentaa valvontamekanismeja agenttikustannusten pienentämiseksi. Tämä voi johtua siitä, perheyryksissä agenttikustannukset olivat pienempiä jo lähtökohtaisesti (Wright et al. 2009; Tourunen 2009; Sirmon & Hitt 2003), koska johto ja omistus olivat jo samoissa käsissä ennen omistusjärjestelyä. Näin siis johdon ja omistajien tavoitteet olivat jo yhteneväiset, eikä tilanteeseen tullut merkittävää muutosta sijoitusaikana kun omistus oli edelleen keskitetty, vaikkakin perustajien nimellinen omistus laskikin omistusjärjestelyssä. Merkittävä vähemmistöomistus ja suunniteltu arvonnousun realisointi irtaantumisessa olivat tapausyrityksissä A ja B siis riittävä sitoutus- ja kannustinjärjestelmä, joka linjasi pääomasijoitusyhtiön ja perustajien tavoitteet yhteneväisiksi.

Siten esimerkiksi perinteisen agenttiteorian valvontamekanismeilla, kuten hallitustyöskentelyyn osallistumisella, ulkopuolisten hallitusten jäsenten asettamisella, taloudellisen raportoinnin kehittämisellä tai yhteydenpidolla perustajiin, eivät pääomasijoittajat tämän tutkimuksen tapausyrityksissä ensisijaisesti tavoitelleet tapausyritysten organisaatioiden tehottomuuden pienentämistä, vaan puhtaasti liiketoiminnan kehittämistä ja ammatillistamista, jotta yritykset olisivat valmiita seuraaviin kasvuaskeliin. Tämä sai myös näyttöä siitä, kun perustajat eivät kokeneet sijoittajan mukaantulon vaikeuttavan tai muuttavan heidän päivittäistä tekemistään millään lailla. Corbetan & Salvaton (2004) mukaan muodolliset kontrollimekanismit saattavat vaikuttaa heikentävästi tai negatiivisesti perheyryksiin, jos ne muuttavat luottamuksen epäluottamukseksi. Tästä ei siis tullut näyttöä, vaan yhteisiin tavoitteisiin sitouduttiin ja pääomasijoittajien käyttämät arvonaluontimekanismit nähtiin liiketoiminnan kannalta positiivisina asioina. Valvonnan tärkeys pääomasijoittajien tekemissä perheyryksiin kohdistuneissa sijoituksissa korostui CMBOR:in (2005) tekemässä raportissa, jossa perheyrittäjät listasivat tärkeimmiksi arvonaluonnon mekanismeiksi taloudellisen suorituskyvyn valvonnan, säännölliset budjettiraportoinnit sekä operatiivisen toiminnan valvonnan. Tämän tutkimuksen tuloksissa ei havaittu merkkejä siitä, että perustajat olisivat havainneet pääomasijoittajien valvontamekanismien tuottavan arvoa, vaan keskinäinen luottamus oli vahvaa. Tapausyritysten A ja B yrityskauppojen rahoittamiseksi otettua velkaa ei voida myöskään nähdä tehdyn puhtaasti vapaan kassavirran ongelman poistamiseksi. Ensisijainen syy velkavivun käytölle oli todennäköisesti nostaa vain oman pääoman tuottoa ja siten omistaja-arvoa sijoituskautella, koska haastattelujen perusteella tapausyrityksien investointitoiminta oli ennen pääomasijoitusta puhtaasti liiketoimintaohjautuvaa.

Dyerin (2006) mukaan (myös Fama & Jensen 1983) jos perheyriityksen johdossa työskentelee useampi perheenjäsen, voi heidän keskinäisen luottamuksen ja jaettujen arvojen katsoa pienentävän valvonnan ja palkitsemisjärjestelmien tarvetta ja siis perheen ajatella toimivan koherentisti yhteisten tavoitteiden eteen. Myös Sirmon & Hittin (2003) mukaan perheyritysten hallinnolliset kustannukset ovat pienempiä verrattuna ei-perheyriityksiin, johtuen perheenjäsenten keskinäisestä luottamuksesta ja ihmissuhteista. Nämä näkemykset saivat vahvistusta varsinkin tapausyriityksestä B, jossa perustajan mukaan ei ole tapahtunut väärinkäytöksiä tai perheeseen kuuluvien työntekijöiden oman edun tavoittelua. Tässä tutkimuksessa ei siis saatu näyttöä siitä, että perheomistus olisi otollinen organisaatorakenne altruismin negatiivisille vaikutteille (esim. Sculze et al. 2001, 2003; Miller et al. 2008; Morck & Yeung 2003; Chrisman et al. 2012; Gomez-Mejia et al. 2001; Ahlers et al. 2014). Tämän tutkimuksen olemattomat todisteet altruististen ja nepotististen asenteiden negatiivisista vaikutuksista perheyritysten liiketoimintaan saattaa johtua myös pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden valinnasta, joka rajattiin tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Pääomasijoittajat saattavat hylätä potentiaalisia sijoituskohteita perheyriityksistä, joissa ne arvioivat organisaation tehottomuuden olevan liiallista tai perhesuhteiden sekoittumisen liiketoimintaan olevan haitallista luonteeltaan.

Toisaalta kuten aiemmassa kirjallisuudessa on mainittu, agenttikustannusten todentaminen tai mittaaminen on haastava tehtävä (Tourunen 2009). Tämän tutkimuksen tapausyriityksissä ei kuitenkaan ollut viitteitä liiketoimintaan osallistuneiden perheenjäsenten opportunistisuudesta tai suurista ei-taloudellisista tavoitteista ennen omistusjärjestelyä, jotka olisivat vieneet resursseja varsinaiselta liiketoiminnalta. Näin siis voidaan olettaa perheen opportunistista peräisin olleiden agenttikustannusten olleen minimaaliset ennen pääomasijoittajan mukaantuloa. Myös johdon ja omistajien väliset agenttikustannukset olivat olemattomat, koska perustajat toimivat toimitusjohtajan roolissa merkittävällä osakeomistuksella ja muut omistajat kuuluivat sukuun, joten muodollisia valvontamekanismeja ei tarvittu. Kun muodolliset valvontamekanismit lisääntyivät sijoituskaudella, voisi teorian mukaan olettaa myös valvontaan liittyvien agenttikustannusten kasvaneen. Näiden potentiaalisten kustannusten suuruutta on vaikea arvioida, tosin sijoituskaudella perheyriitykset kasvoivat sijoituskaudella merkittävästi ja perustajat eivät kokeneet työnsä vaikeutuneen millään lailla, joten agenttikustannukset eivät ainaakaan ylittäneet valvontamekanismeista koituvia hyötyjä, tai heikentäneet yriitysten tehokkuutta.

5.3.2 Havaitut arvonluontimekanismit resurssiperusteisen teorian mukaan

Resurssiperusteisen teorian näkökulmasta pääomasijoittajat vaikuttivat arvonluontimekanismeillaan useisiin perheyritysten resurssijoukkoihin. Esimerkiksi tapausyriityksen B inhimillistä pääomaa kehitettiin muuttamalla perustajan asennetta riskeihin ja kasvuhakuisuuteen sekä tukemalla perustajan tekemää kasvustrategiaa. Perheyritysten strategis-

ta suunnittelua tuettiin sparraamalla yritysten perustajia erinäisissä liikkeenjohdon kysymyksissä. Lisäksi varsinkin tapausyritys A:n kasvustrategiaa tuettiin pääomasijoittajan rahoitus- ja yrityskauppaosaamisella.

Tutkimuksen kirjallisuuskatsauksessa ammattimaisten johtamisjärjestelmien ja hallinto-käytäntöjen uskottiin edistävän myös perheen ulkopuolisten johtajien ja työntekijöiden rekrytointia laajemmilta työmarkkinoilta, koska ammattimaisemmassa organisaatiossa yksittäisten työntekijöiden urakehitys ei riippuisi enää niin vahvasti heidän sukulaissuh-teistaan. Tähän ei tapausyritysten perusteella ollut tarvetta, sillä tapausyritys A:ssa on aina rekrytoitu perheen ulkopuolisia työntekijöitä, ja tapausyritys B:ssä haluttiin nimen-omaan ylentää yrityksen sisäisiä työntekijöitä johtotehtäviin, mitä tapausyrityksen edus-tajat pitivät yrityksen eräänlaisena kilpailuedun lähteenä. Tapausyrityksessä B voidaan olettaa, että laajempien työmarkkinoiden potentiaalia ei ole silti jätetty käyttämättä hy-väksi yrityksen edun kustannuksella.

Habbershonin & Williamsin (1999) mukaan yrityksen omistajan vaihtuessa tulisi uuden omistajan ottaa huomioon yrityksen erityiset resurssit ja kilpailuedun lähteet, jotta yri-tyksen taloudelliseen suorituskyykyyn ei vaikutettaisi haitallisesti. Myös Naldin et al. (2007) mukaan varsinkin perheyritysten ketteryttä ja päätöksenteon vähäistä muodolli-suutta tulisi erityisesti vaalia, koska kyky tehdä kokemukseen perustuvia päätöksiä no-peasti ja intuitiivisesti on niiden kilpailuetu (myös Tourunen 2009). Tästä näkökulmasta tapausyrityksissä onnistuttiin hyvin säilyttämään aiemmat rakenteet, kun perustajat eivät kokeneet pääomasijoittajan mukaantulon muuttaneen päivittäistä tekemistään, tai hidas-taneen päätöksentekoaan. Varsinkin tapausyritys B:ssä haluttiin suojella epämuodollista päätöksentekoa ja aiempia rakenteita mahdollisimman paljon, joka tarkoitti esimerkiksi työntekijöiden rekrytointikäytäntöjen ja vapaamuotoisen johtoryhmätyöskentelyn säilyt-tämistä ennallaan, mikä kunnioitti yhtiön inhimillisen ja sosiaalisen pääoman rakenteita. Tapausyrityksissä A ja B arvonluonnin kohteena olleiden muiden ammatillisten proses-sien ja rakenteiden kehittämisessä säilytettiin siis samalla tasapaino ketterän päätöksen-teon kanssa.

Kuten aiemmassa luvussa mainittiin, tässä tutkimuksessa ei saatu näyttöä toisen pää-omasijoittajien arvonluontiin perheyrityskontekstissa keskittyneen tutkimuksen tuloksis-ta (Wulf et al. 2010), joka pohjautui yksinomaan resurssiperusteiseen teoriaan. Wulfin et al. (2010) tutkimuksen otannassa vain 2 alkuperäisistä 8 arvon luontiin liittyneestä hypoteesista sai tukea täydellisesti. Tulosten mukaan ulkopuolisten liikkeenjohdon kon-sulttien käytöllä on negatiivinen suhde perheyritysten suorituskyykyyn ja, että kannustus yhteistyöhön pääomasijoittajan muiden kohdeyhtiöiden kanssa on arvoa lisäävä meka-nismi. Tämän tutkimuksen tapausyrityksissä ei käytetty ulkopuolisia konsultteja sijo-i-tusaikana, eikä tapausyrityksiä kannustettu erityisesti yhteistyöhön muiden portfolioyri-tysten kanssa, joten näiden mekanismien arvoa lisäävään tai tuhoavaan vaikutukseen ei voida ottaa kantaa. Wulfin et al. (2010) tutkimuksessa havaittiin lisäksi, että vain huo-nosti menestyvien perheyritysten osajoukoissa organisaatiorakenteen ja johtamisjärjes-

telmien parantamisella sekä johdon sparraamisella on positiivinen vaikutus tutkittujen yritysten liiketoimintaan. Mielenkiintoisesti Wulfin et al. (2010) tutkimuksen pääomasijoittajat eivät pystyneet luomaan arvoa operatiivisissa toiminnoissa edes tutkimuksen huonosti menestyvien perheyriyten osajoukossa. Toisaalta pääomasijoittajat eivät puuttuneet hyvin menestyvien perheyriyten operatiivisiin toimintoihin, kuten myös tässä tutkimuksessa. Yllättävästi kuitenkin taloushallinnon, strategian ja liiketoiminnan kehittämisellä ei havaittu olevan positiivisia vaikutuksia Wulfin et al. (2010) tutkimissa yrityksissä. Wulf et al. (2010) selittivät näitä havaintoja perheyriyten konservatiiviseen organisaatiokulttuuriin ja pääomasijoittajien sijoituskriteereihin liittyvillä tekijöillä.

5.3.3 Havaitut arvonluontimekanismit stewardship -teorian mukaan

Millerin et al. (2008) mukaan stewardship –asenne näyttäytyy perheyhtiön johtajan tavoitteessa turvata liiketoiminnan jatkuvuus, ja että asenteen mukainen käyttäytyminen voimistuu, kun yrityksessä työskentelee useampi perheenjäsen, joiden hyvinvoinnista perheyrittäjä kokee olevansa vastuussa. Lisäksi joidenkin tutkijoiden mukaan stewardship –asenteen mukaisen käyttäytymisen uskotaan olevan korkeimmillaan perustajan vielä työskennellessä yrityksessä (Poutziouris et al. 2015; Villalonga & Amit 2006; Miller et al. 2008). Teorian mukaan stewardship –asenteiden tulisi olla siis korkealla varsinkin tapausyrityksessä B, jossa perustaja jatkoi toimitusjohtajana myös sijoituskaudella sekä yrityksen kaikilla organisaation tasoilla työskenteli useampi perheenjäsen. Tapausyrityksessä A ei havaittu stewardship –asenteen mukaista toimintaa sijoituskaudella. Tähän vaikuttivat varmasti tapausyrityksen A perustamisen aikaiset tavoitteet sekä perustajan A henkilökohtainen ja yleinen asenne perheenjäsenien suosimiseen, joka tuli ilmi haastattelussa. Tulosten perusteella stewardship –asenne näyttäytyi tapausyrityksen B toiminnassa työntekijöiden, perheenjäsenten ja sidosryhmäsuhteiden huolehtimisessa, jatkuvuuden edistämisessä sekä yrityskaupan rakenteessa omistuspohjan laventamisessa. Millerin et al. (2008) listaamista kolmesta stewardship –asenteen ilmenemismuodoista, ainakin motivoitujen ja uskollisten työntekijöiden yhteisön rakentaminen sekä pyrkimys liiketoiminnan jatkuvuuteen saivat siis vahvaa näyttöä tapausyrityksessä B.

Omistuspohjan laventaminen tapausyrityksen B omistusjärjestelyssä voidaan katsoa olleen stewardship –asenteen mukaista, kun perustaja halusi jakaa yrityksensä potentiaalisen arvonnousun taloudellisia hyötyjä laajemmin perheenjäsenilleen tulevaisuudessa. Omistuspohjan laventaminen ei luonnollisesti kuulunut sijoituskaudella tarkasteltuun toimintaan, mutta se oli perustajan yksi kynnysrhdoista yrityskaupalle ja näin oleellinen asia tapausyritystä B arvioitaessa. Yrityskaupalla pyrittiin myös varmistamaan yrityksen jatkuvuutta, kun omistusjärjestelyssä siirrettiin omistusta seuraavalle sukupolvelle. Lisäksi perustaja B koulutti seuraavaa sukupolvea johtotehtäviin sijoituskaudella, jonka voidaan katsoa olleen stewardship –teorian mukaista.

Pääomasijoittajan arvonluonnissa epämuodolliseen päätöksentekoon tai päivittäiseen toimintaan ei pyritty puuttumaan, vaan vaalittiin perustajan omistautumista liiketoimintaan kunnioittamalla aiempia rakenteita. Kun lisäksi perustajalle annettiin suuri autonomia liiketoiminnan operatiivisen toiminnan johtamiseen merkittävän vähemmistöomistuksen ohella sekä säilytettiin johdossa työskentelevät perheenjäsenet tehtävissään, stewardship –asenteen mukainen toiminta säilyi myös sijoituskaudella, mikä saattoi vähentää pääomasijoittajan valvonnan ja ohjauksen tarvetta. Tähän vaikutti toisaalta varmasti se, että pääomasijoittaja ei havainnut altruismin tai nepotismin negatiivisia vaikutuksia sijoituskaudella, ja että pääomasijoittaja koki esimerkiksi epämuodollisen johtoryhmätyöskentelyn ja operatiivisen toiminnan tehokkaiksi. Jos epäkohtia olisi havaittu, pääomasijoittaja olisi varmasti puuttunut niihin asianmukaisella tavalla.

Stewardship –teorian mukaisesti perheyriyksissä olisivat tärkeitä myös sidosryhmäsuhteet, joita pääomasijoittajan kannustama verkostointitoiminta sen muiden portfolioyri-tysten ja kontaktiverkoston kanssa voisi laajentaa (Miller et al. 2008). Tätä verkostointi-toimintaa pääomasijoittajien muiden kontaktien kanssa tai yhteistyötä pääomasijoittaji-en muiden portfolioyri-tysten kanssa ei havaittu tämän tutkimuksen tuloksissa, mutta ne olivat näkyvästi esillä CMBOR:in (2005) ja Wulfin et al. (2010) tutkimuksissa. Varsin-kin tapausyrityksessä A, tämä voi johtua perustajan A aiemmasta pitkästä työurasta sa-malla toimialalla ja laajasta kontaktiverkostosta, jota pääomasijoittajan oli varmasti vai-kea enää laajentaa.

5.4 Johtopäätökset analyysistä

Agenttiteorian mukaiset valvontamekanismit näyttäytyivät tutkimuksen empiriassa liit-tyneen pikemminkin liiketoiminnan ammatillistamiseen ja kehittämiseen, kuin organi-saation tehottomuuden poistamiseen, kuten perinteinen agenttiteoria sanelisi. Hallitus-työskentelyä kehittämällä sekä päätöksentekoprosesseja parantamalla puututtiin siis tapausyrityksissä aiemmin vallinneisiin henkilöityneen ja epämuodollisen päätöksente-on rakenteisiin, jotta organisaatio olisi ammatillisempi ja valmis seuraaviin kasvuaske-liin. Myös Wrightin et al. (2001) mukaan enemmistöpääomasijoitusten arvonluonnin potentiaali ei rajoitu pelkästään agenttikustannusten pienentämiseen, vaan ulottuu myös strategiseen innovointiin ja kasvumahdollisuuksien tavoitteluun. Hallitustyöskentelyn kehittämiseen liittyivät todennäköisesti myös taloushallinnon ja raportoinnin kehittämi-nen, kun päätöksenteon tueksi tarvittiin jäsenneltyä ja tarkempaa tietoa. Pääomasijoitus-yhtiön ja perheyri-tyksen keskinäinen luottamus, tiivis yhteydenpito sekä sitoutuminen tavoitteisiin yhteisen omistuksen kautta vähensivät valvonnan tarvetta. Tähän vaikutti tosin varmasti myös se, että omistus oli jo keskitetty ennen pääomasijoitusta ja että ta-pausyritykset menestyivät sijoituskaudella, eikä siten yhteistyösuhdetta koetelleet liike-toiminnalle haasteelliset ajat.

Tapausyrityksissä A ja B korostui myös aiempien organisaatorakenteiden, ketterän pää-töksenteon ja perustajien autonomian kunnioittaminen. Operatiivisiin asioihin tai päivit-

täiseen tekemiseen ei puututtu, mikä voi suojella perheyritysten kustannustehokkuutta ja siis epäsuorasti kannattavuutta. Resurssiperusteisen teorian mukaan suojeltiin siis olemassa olevia resurssijoukkoja säilyttämällä tasapaino perheyritysten aiempien kilpailuedun lähteiden ja kehitystoimenpiteiden välillä, ja stewardship -teorian mukaan suojeltiin perustajien omistautumista liiketoimintaan. Lisäksi varsinkin tapausyrityksessä B stewardship –asenteen mukainen toiminta säilyi myös sijoituskaudella, kun perustajalle annettiin suuri autonomia liiketoiminnan operatiivisen toiminnan johtamiseen merkittävän vähemmistöomistuksen ohella sekä säilytettiin johdossa työskentelevät perheenjäsenet tehtävissään. Toisaalta tämä voi olla mahdollista vain perheyrityksissä, missä ei ole ristiriitoja yrityksessä työskentelevien perheenjäsenten sekä liiketoiminnan edun välillä, vaan kaikki perheenjäsenet työskentelevät itseohjautuvasti yrityksen edun eteen. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella voidaan väittää, että perheyrityksessä, jossa työskentelee useampi perheenjäsen sekä yritystä johtaa perustaja, joka kokee olevansa vastuussa heistä, on raskaiden valvonta- ja kannustinjärjestelmien tarve pienempi.

6. YHTEENVETO

Perheyriyksille on ominaista vahva perheen ja liiketoiminnan yhdistyminen siten, että perhe on suoraan tai välillisesti yritystoiminnan keskipisteessä. Useissa tutkimuksissa on havaittu perheyriyksen erityispiirteiden vaikuttavan niiden taloudelliseen suorituskyykyyn. Perheyriykset muodostavat merkittävän osan eri kansantalouksien yrityskannasta, ja niiden yritystoiminnan jatkuvuuden edistäminen on Suomessa erityisen ajankoh-taista seuraavien vuosien aikana väestön ikääntymisestä johtuen. Tilanteessa, jossa perheyriykselle etsitään toiminnan jatkajaa, esitetään tässä työssä yhdeksi ratkaisuksi am-mattimaisen pääomasijoitusyhtiön tekemää pääomasijoitusta. Työn tavoitteena oli sel-vittää miten perheyriykset eroavat vastaavista ei-perheyriyksistä pääomasijoittajan arvonnluonnin näkökulmasta, ja mitä ovat pääomasijoittajien käyttämiä arvonnluontime-kanismeja niihin kohdistuvissa enemmistö-pääomasijoituksissa. Työn kirjallisuuskatsa-uksessa esiteltiin perheyriyksen erityispiirteitä selittäviä agentti-, stewardship- ja resurs-siperusteista teoriaa, ja näitä analysoimalla tunnistettiin mahdollisia keinoja, joita pää-omasijoittajat voisivat käyttää arvonnluonnissaan. Tutkimuksen empiirisen osan muodos-ti tapaus tutkimus, jossa tutkittiin kahdessa perheyriyksessä ja yhdessä ei-perheyriyksessä pääomasijoittajan käyttämiä arvonnluontimekanismeja, sekä tapausyri-tysten liiketoimintaan vaikuttaneita ominaispiirteitä. Eri tapausyriyksissä havaittuja löydöksiä verrattiin keskenään ja laajempaan perhe- sekä pääomasijoituskirjallisuuteen.

Kaikista perheyriysteorioista johdettuja arvonnluontimekanismeja havaittiin tämän tut-kimuksen tapausyriyksissä ainakin osittain, sekä havainnot saivat tukea myös aiemmis-ta aihepiirin tutkimuksista. Tärkeimpiä pääomasijoittajan arvonnluontimekanismeja oli-vat hallitustyöskentelyn, taloushallinnon prosessien ja raportoinnin kehittäminen, sekä yrityksen johdon sparraus strategisissa kysymyksissä. Käytettyihin arvonnluontimeka-nismeihin vaikuttivat tapausyriyksen ainutlaatuiset tilanteet, sekä tapausyriyksissä ha-vaitut ominaispiirteet, kuten henkilöitynyt ja epämuodollinen päätöksenteko. Tutkituissa perheyriyksissä pääomasijoittajat kunnioittivat yritysten aiempaa tilaa ja eivät puuttu-neet päivittäiseen tekemiseen, minkä voidaan katsoa resurssiperusteisen ja stewardship-teorioiden mukaan suojelleen perheyriyksen alkuperäisiä kilpailuedun lähteitä. Myös pääomasijoittajan roolin riskinjakajana havaittiin yhdessä tapausyriyksessä vapauttavan liiketoiminnan potentiaalia, kun pääomasijoituksen myötä suunniteltuun kasvustrategi-aan ryhdyttiin.

Pääomasijoittajien arvonnluontia sekä pääomasijoittajien ja perheyriyksen keskinäistä

suhdetta tutkineet aiemmat tutkimukset ovat keskittyneet lähinnä agenttiteoriaan (Chrisman et al. 2012) tai resurssiperusteiseen teoriaan (Wulf et al. 2010). Tämän tutkimuksen pääantina oli siten varsinkin stewardship –teorian sisällyttäminen perheyrittysten toimintaa tutkittaessa pääomasijoitustilanteessa. Tässä tutkimuksessa stewardship –teorian mukainen käyttäytyminen sai vahvaa näyttöä ainakin toisessa tutkitussa perheyrittysessä.

6.1 Tutkimuksen onnistumisen arviointi ja rajoitteet

Tämän työn tavoitteena oli jatkaa aiempaa pääomasijoitustoiminnan tutkimusta selvittämällä miten perheyrittykset voivat olla erilaisia ei-perheyrittysiin verrattuna pääomasijoittajan arvonluonnin näkökulmasta, sekä kartoittaa minkälaisia arvonluontimekanismeja pääomasijoittajat käyttävät perheyrittysissä. Tutkimuskysymykset olivat kootusti:

1. Millä tavoin perheyrittykset voivat olla erilaisia kuin vastaavat ei-perheyrittykset pääomasijoittajan arvonluonnin näkökulmasta?
2. Mitä ovat pääomasijoittajien käyttämiä arvonluontimekanismeja perheyrittysissä?

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen vastattiin työn teoreettisessa osassa, jossa perheyrittysillä havaittiin olevan eri teoreettisten viitekehysten kautta ominaisia erityispiirteitä, joilla monien tutkimusten (esim. Poutziouris et al. 2015; Barbera & Moores 2013; Croce & Martí 2016; Chrisman et al. 2012) mukaan on myös vaikutusta niiden taloudelliseen suoriutumiskykyyn, kuten kannattavuuteen. Mikään yksittäinen teoria ei kuvaa perheyrittysten erityispiirteitä tai dynamiikkaa täydellisesti, joten tässä tutkimuksessa tutkitiin perheyrittysissä käytettyjä arvonluontimekanismeja kolmen teoreettisen viitekehysten kautta, joista stewardship –teoria ja agenttiteoria olivat pääperiaatteiltaan vastakkaisia. Kolmen eri teorian sisällyttäminen rikasti perheyrittysten toiminnan ymmärtämistä, ja tutkimuksen löydösten perusteella ensimmäiseen tutkimuskysymykseen vastattiin onnistuneesti.

Koska ilmiöstä on kirjallisuuskatsauksen perusteella tehty vain 2 tutkimusta aiemmin, Ilmiön ymmärtämiseksi oli perusteltua käyttää tapaustutkimusta, joka pyrkii ymmärtämään tutkittavaa ilmiötä mahdollisimman syvällisesti. Kyselytutkimuksella ja otannan kriteereitä laventamalla olisi tutkimukseen ehkä saatu enemmän vastauksia eri yrityksistä. Silti tutkimuskysymyksen vastaamisen kannalta, tämä ei olisi ollut tarkoituksenmukaista, koska vastausten taustalla vaikuttaneita tekijöitä ei olisi päästy kartoittamaan lisäkysymyksillä. Empiirisessä osiossa haastateltiin kahta perheyrittystä ja yhtä ei-perheyrittystä, tosin vain yksi tapausyritys istui tutkimuksen kriteereihin täydellisesti kun toinen perheyrittysistä oli tutkimuksen tekohetkellä vielä aktiivisessa arvonluon-

nissa. Tätä ei pidetä tutkimuksen onnistumista heikentävänä tekijänä, kun tutkimuksen tarkoituksena ei ollut esittää yleistettävää tai kokonaisvaltaista teoriaa aihealueesta, vaan kartoittaa pääomasijoittajien käyttämiä arvonaluontimekanismeja perheyrytyksissä. Otoksen pientä kokoa selitti osaltaan myös populaation hyvin pieni määrä Suomessa, joista tutkimukseen sopivia tapausyrytyksiä olisi voitu valita. Tutkimuksessa havaitut arvonaluontimekanismit ja perheyrytysten ominaispiirteet saivat tukea myös aiemmasta pääomasijoitus- ja perheyrytykskirjallisuudesta. Tutkimuksen empiirisen osan havainnot auttoivat siis osaltaan vastaamaan toiseen tutkimuskysymykseen onnistuneesti.

Pääomasijoittajat saattoivat valita arvonaluontimekanismit eri perheyrytyksiin vain niiden yksittäisistä ja ainutlaatuisista tilanteista johtuen, huolimatta tässä tutkimuksessa havaituista perheyrytysten ominaispiirteistä. Tämän tutkimuksen pohjalta on vaikea esittää, että teorian mukaiset perheyrytysten erityispiirteet olisivat ohjanneet pääomasijoittajan arvonaluontia erikseen, vaikkakin olivat havaintojen mukaan tapausyrytyksissä läsnä. Myös perustajien työskentely sekä siis jatkunut osallistuminen tapausyrytyksen toimintaan saattoivat selittää osaltaan korkeaa suorituskyyä sijoituskaudella, tämän niin sanotun perustaja-efektin on väitetty perheyrytykskirjallisuudessa vaikuttavan ainakin perustajien ja toisen sukupolven johtamien perheyrytysten suorituskyyyn eroihin (esim. Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit 2006).

Tutkimuksen empiiriseen osuuteen ei saatu toisen polven perheyrytyksiä, joten ei voida verrata perustajan johtamien perheyrytysten ja seuraavien sukupolvien johtamien perheyrytysten eroja. Toisen sukupolven ollessa perheyrytyksen johdossa vaikutukset liiketoimintaan voivat olla perheen erityispiirteiden kautta korostetumpia varsinkin agenttiteorian näkökulmasta. Mukana ei myöskään ollut heikosti menestyneitä tapausyrytyksiä, joista sijoituksen epäonnistumiseen liittyviä tekijöitä olisi voitu arvioida. Tämä voi johtua pääomasijoittajien haluttomuudesta jakaa yksityiskohtia heikosti menestyneistä kohdeyrytyksistään (myös Järvenpää 2014).

6.2 Tutkimuksen validiteetti ja luotettavuus

Voss et al. (2002) mukaan tapaustutkimuksessa tulee kiinnittää erityistä huomiota tutkimuksen validiteettiin ja luotettavuuteen. Laadullista tapaustutkimusta voidaan Yin (1994) mukaan arvioida konstruktion validiteetin, sisäisen ja ulkoisen validiteetin sekä luotettavuuden suhteen. Konstruktion validiteetti tarkoittaa sitä, että kuvaako tutkimus totuudenmukaisesti sitä ilmiötä, mitä se pyrkii tutkimaan ja syntykö tuloksena näin tarkka havainto todellisuudesta (Gibbert et al. 2008). Tutkimuksen sisäinen validiteetti käsittelee sitä, miten hyvin tutkimus onnistuu todistamaan kausaalisia yhteyksiä tutkitujen tekijöiden ja esitettyjen tulosten välillä (Gibbert & Ruigrok 2010). Ulkoinen validiteetti tarkoittaa tutkimustulosten yleistettävyyttä myös muihin tapauksiin tai ympäristöihin (Voss et al. 2002). Tutkimus on luotettava, jos muut tutkijat voivat toistaa sen tulokset käyttämällä samoja menetelmiä (Yin 1994).

Gibbert et al. (2008) mukaan tutkimuksen konstruktion validiteettia pystyy parantamaan raportoimalla selkeän päättelyketjun alun tutkimuskysymyksistä tuloksiin sekä käyttämällä tiedonhankinnassa monia eri tietolähteitä, jotka tarkastelevat tutkittavaa ilmiötä eri kulmista. Työn rakenne ohjaa lukijaa tutkimuskysymyksistä teoriaan, työn metodologisiin valintoihin ja tuloksiin, sekä lopuksi analyysiin johtopäätöksiin. Lisäksi työn tulokset on esitelty yksityiskohtaisesti, sekä tutkimuksen metodologiset valinnat perusteltu huolellisesti. Tiedonhankinnassa ja tulosten analysoinnissa käytettiin eri lähteitä, kun tutkittiin useampaa tapausta yhden sijasta, vertailtiin näiden tuloksia keskenään ja laajempaan kirjallisuuteen sekä haastatteleamalla perheyriyksen tapauksissa myös pääomasijoitusyhtiön edustajia. Vossin et al. (2002) mukaan monitapaustutkimuksessa tapausten keskinäinen vertaaminen voi parantaa tulosten sisäistä validiteettia. Myös useamman vastaajan haastatteleminen on Vossin et al. (2002) mukaan suositeltavaa, jos tutkittavat tapahtumat voidaan tulkita eri tavalla tai jos yksittäisellä vastaajalla ei ole kaikkea tarvittavaa tietoa. Tutkimuksen tulokset myös esihyväksytettiin vastaajilla ennen työn julkaisemista, mikä on myös Yin (1994) mukaan keino parantaa tulosten konstruktion validiteettia, joten vastausten tulisi edustaa tapausyriyksen tilannetta todennukaisesti. Tutkittavan ilmiön luonteen johdosta enemmän tiedonlähteitä olisi saatu vain haastatteleamalla tapausyriyksistä useampia edustajia, tämän teki haasteelliseksi kuitenkin työn rajallinen aikataulu. Konstruktion kannalta työn voidaan siis katsoa olevan validi.

Tulosten luotettavuuteen ja validiteettiin vaikuttavat myös mahdollisen ulkoisen toimintaympäristön vaikutukset tapausyriyksen taloudelliseen menestymiseen, mikä rajattiin tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Siten tutkimuksen sisäisen validiteetin haastavat vaihtoehtoiset selitykset havaituille ilmiöille. Kun kaikki tapausyriykset kasvoivat liikevaihdolla ja henkilöstömäärällä mitattuna sijoituskaudella, voidaan kuitenkin olettaa havaittujen pääomasijoittajien arvionluontimekanismien lisänneen omistaja-arvoa tapausyriyksissä. Pääomasijoittajan rooli omistajana ja liiketoiminnan kehittäjänä ei siis ainakaan heikentänyt tapausyriyksen taloudellista menestystä. Lisäksi tuloksia analysoidessa selvitettiin myös vaihtoehtoisia selityksiä. Kaikissa tapausyriyksissä työskenteli perustaja sijoitushetkellä, ja kaikki tapausyriykset menestyivät taloudellisesti sijoituskaudella. Näin tutkimuksen pieni, teoreettinen otanta ja sen laatu saattoivat edustaa vain populaation parhaiten menestyviä tapauksia, eikä toisen sukupolven johtamien perheyriyksen tai heikosti menestyvien perheyriyksen ominaisuuksista saatu tietoa. Tätä rajoitti kuitenkin populaation pieni koko Suomessa, josta tapausyriyksiä olisi voinut tutkia.

Gibbertin & Ruigrokin (2010) mukaan tutkimuksen sisäistä validiteettia voidaan parantaa vertaamalla empiirisiä tuloksia joko ennustettuihin tai aiemmassa kirjallisuudessa ja eri konteksteissa tunnistettuihin löydöksiin. Myös useampien teoreettisten viitekehysten käyttö tulosten analysoinnissa lisää tulosten sisäistä validiteettia (Yin 1994). Tämän tutkimuksen tulosten eroja ja yhtäläisyyksiä verrataan aiemman kirjallisuuden tuloksiin (esim. Järvenpää 2014) ja saatavilla oleviin aiempiin empiirisiin tutkimuksiin (CMBOR

2005; Wulf et al. 2010). Analyysin perusteella havainnot saivat vahvistusta ja sopivat yhteen aiemman kirjallisuuden ja olemassa olevien empiiristen tutkimusten kanssa. Perheyritysten erityispiirteitä pääomasijoittajan arvionluonnin näkökulmasta tarkastellaan kolmen perheyrityskirjallisuuden teorian kautta, joista on olemassa mittavaa tutkimusaineistoa. Tutkimuksessa käytettiin lisäksi stewardship –teoriaa tietävästi ensimmäistä kertaa pääomasijoittajien ja perheyritysten välistä suhdetta selitettäessä. Tämän perusteella tutkimuksen sisäisen validiteetin voidaan katsoa olevan vahva.

Tutkimuksen kartoittavasta luonteesta, tutkimusstrategiasta ja suppeasta otannasta johtuen löydösten ulkoinen validiteetti on rajoittunut; tulosten ei odoteta edustavan kaikkien perheyritysten erityispiirteitä tai pääomasijoittajien käyttämiä arvionluonnin keinoja niissä. Eisenhardtin (1989) mukaan tapaustutkimuksessa alle 4 tapauksen tutkiminen ei riitä tutkimustulosten yleistettävyydelle. Eisenhardtin (1989) mukaan myös yleisemmin tapaustutkimuksen ongelmana voi olla sen tuloksena syntyvä vain kapea ja ainutlaatuihin kontekstiin perustuva teoria, jota ei voi yleistää laajemmin (Eisenhardt 1989; Meredith 1998). Voss et al. (2002) mukaan jos tutkitaan rajattua määrää tapauksia, yksittäisten löydösten ja havaintojen merkitys voi olla todellista painoarvoaan suurempi. Kuitenkin tässä tutkimuksessa, kun tarkoitus on avata tutkimuskenttää sekä kartoittaa tutkittavaa ilmiötä, eikä yrittää luoda yleistettäviä teorioita, pidetään kolmen tapauksen tutkimista silti tarkoituksenmukaista. Tutkimustulokset saivat myös tukea laajemmasta pääomasijoituskirjallisuudesta, joten tämän tutkimuksen löydökset eivät ole täysin ainutlaatuisia vain tutkittujen tapausyritysten yhteydessä. Meredithin (1998) mukaan vain yhdenkin tapauksen tutkiminen on perusteltua, jos tarkoituksena on tutkia jotain täysin uutta ja kartoittaa ilmiötä ensimmäisen kerran.

Otanta valittiin teoreettisesti ja lopulliseen otantaan valikoitui erilaisia perheyrityksiä eri toimialoilta, joissa perheen vaikutukset erosivat merkittävästi. Eri tapaukset voivat siis olla äärimmäisiä tapauksia koko populaatiossa tai kuvastaa päinvastaisia tilanteita, joidenkin tapausyritysten ominaisuuksien suhteen (Meredith 1998). Hyvin erilaisten tapauksien sisällyttäminen rikasti kokonaiskuvan muodostamista, vaikkakin tutkittujen tapausyritysten kokonaismäärä jäi kolmeen. Tämän tutkimuksen tulosten uskotaan olevan myös sovellettavissa samanlaisissa konteksteissa toimiviin perheyrityksiin, jotka täyttävät tämän tapaustutkimuksen otoksen parametrit, eli perheyrityksiin, joissa on useampia perheenjäseniä töissä sijoituskaudella, ja joita johtaa yrityksen alkuperäinen perustaja.

Haastattelututkimuksen luotettavuutta uhkaavat eniten vastaajien erilaiset muistamisen ongelmat tai puolueelliset tulkinnat menneistä tapahtumista. Menneiden tapahtumien tutkimiseen liittyy Vossin et al. (2002) mukaan erilaisia ongelmia tulosten luotettavuuden suhteen, vastaajat esimerkiksi eivät välttämättä muista tärkeitä tapahtumia, tai he voivat tulkita ja muistaa tapahtumia subjektiivisesti todellisuudesta poikkeavalla tavalla. Tämän tutkimuksen luotettavuuden kannalta näitä ongelmia pidetään uhkaavimpina tekijöinä, sillä riippuen haastattelun ajankohdasta tutkija voi saada erilaisia vastauksia. Näitä ongelmia pyrittiin osin rajaamaan sisällyttämällä tutkimukseen vain tapausyrityk-

siä, joissa pääomasijoittajan irtaantumisesta olisi kulunut tutkimuksen tekohetkellä korkeintaan kolme vuotta. Tämä tosin ei täytynyt tapausyrityksen A kohdalla, jossa alkuperäisen sijoituksen tehnyt pääomasijoittaja on vieläkin omistajana.

Gibbertin & Ruigrokin (2010) mukaan tulosten luotettavuuden arvioinnissa avainsanoja ovat läpinäkyvyys ja toistettavuus. Gibbertin et al. (2008) mukaan tutkimuksen läpinäkyvyyttä voidaan parantaa tuottamalla perusteellinen tapaustutkimuksen protokolla, eli kuvaamalla yksityiskohtaisesti tutkimuksen toteuttamistapa lukijalle. Toistettavuus saavutetaan keräämällä ja organisoimalla tutkimusaineisto samaan tietopankkiin, jotta tapaustutkimuksen aineistoa voidaan käyttää myöhemmissä, eri tutkijoiden tutkimuksissa. Tämän työn tapaustutkimuksen protokolla esitellään työn kolmannessa kappaleessa, jossa käydään läpi tutkimuksen menetelmät, aineiston keruu ja analysointi. Tutkimusprosessissa luotettavuutta lisäsi myös haastatteluaineistojen nauhoittaminen ja huolellinen litterointi sekä avoin koodaus, jonka pohjalta aineistoa analysoitiin. Myös haastatteluiden sisältö esiteltiin mahdollisimman yksityiskohtaisesti työn kappaleessa 4, jotta lukija pystyisi vertaamaan työn analyysissä tehtyjä päätelmiä niiden taustalla oleviin lähtötietoihin. Aineiston arkaluonteisuudesta ja luottamuksellisuudesta johtuen, sekä vastaajien anonymiteetin suojelemiseksi, täyttä aineistoa ei kuitenkaan luovuteta muille tutkijoille tai työn tilaajalle, eikä esitellä tämän tutkimuksen liitetiedoissa. Työn toistettavuutta ei nähdä kuitenkaan työn luotettavuutta heikentävänä tekijänä, koska työn menetelmät esiteltiin läpinäkyvästi ja siten myöhemmillä tutkijoilla on hyvät valmiudet toistaa tulokset. Työn luotettavuuteen saattoi myös vaikuttaa oma asemani tutkijana. Tein tutkimusta työskennellessäni sijoitusyhtiössä, mikä saattaa osaltaan vaikuttaa haastattelututkimuksessa saamiini vastauksiin. Pääomasijoittajien arvonluontimekanismit ovat osa pääomasijoitusyhtiöiden kilpailukeinoja, joten varsinkin pääomasijoittajien haastatteluista saadut vastaukset saattoivat olla epätäydellisiä, vaikkakin haastattelutilanteissa ei havaittu merkkejä varautuneisuudesta.

6.3 Jatkotutkimusmahdollisuudet

Perheyriityksiin kohdistuvien pääomasijoitusten tutkimus on nuorta, mikä tarjoaa paljon mahdollisuuksia jatkotutkimukselle. Tämä tutkimus keskittyi perheyriitysten enemmistö-pääomasijoituksiin, mutta olisi mielenkiintoista tutkia myös pääomasijoittajien arvonluontia vähemmistö-pääomasijoituksissa, kun perheomistajat eivät halua luopua osakeenemmistöstä, ja säilyttävät siten enemmän päätöksentekovaltaa sijoituskaudella. Myös pääomasijoittajan osallistuminen perheyriityksen sukupolvenvaihdoksen suunnitteluun tai valmisteluun, ja tämän vaikutukset sijoituskauden arvonluontiin olisivat mielenkiintoisia jatkotutkimuskohteita.

Myös tässä tutkimuksessa asetetut rajaukset ja tiedostetut rajoitteet tarjoavat mahdollisuuksia jatkotutkimukselle. Esimerkiksi pääomasijoittajan arvonluonnin tutkiminen eri sukupolvien johtamisessa perheyriityksissä tai epäonnistuneissa sijoituksissa, auttaisivat syventämään ymmärrystä pääomasijoittajien arvonluonnin ja perheyriitysten erityispiir-

teiden välisestä suhteesta. Epäonnistuneissa sijoituksissa agenttiteorian mukaisten valvontamekanismien tutkiminen olisi erityisen mielenkiintoista. Myös tutkimuksen uusiminen laajemmalla aineistolla sekä hienovaraisempi analysointi eri tekijöiden välisistä muuttujista voisivat edelleen vahvistaa tämän tutkimuksen löydösten merkittävyyttä.

LÄHTEET

- Achtleitner, A.K., Herman, K., Lerner, J., Lutz, E., (2010). Family business and private equity: Conflict or collaboration? The case of Messer Griesheim. *The Journal of Private Equity*, Vol. 13(3), pp.7-20.
- Ahlers, O., Hack, A., Kellermanns, F.W. (2014). “Stepping into the buyers’ shoes”: Looking at the value of family firms through the eyes of private equity investors, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 5, pp. 384-396.
- Alemany, L., Pellón, J.M. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. SSRN Working Paper Series. 20 p.
- Alén, T. (2012). Venture Capital ja Buyout –Sijoitusten vaikuttavuus Suomessa, Diplomityö, Aalto Yliopisto.
- Anderson, R. C., Mansi, S.A., Reeb D.M. (2003). Founding-Family Ownership and the Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68(2), pp. 263–285.
- Anderson, R.C., Reeb D. (2003). Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, Vol. 58(3), pp. 1301-1328.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 431-445.
- Arregle, J.L., Hitt, M.A., Sirmon, D.G., Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms, *Journal of Management Studies*, Vol. 44(1), pp.73-95.
- Astrachan, J., Klein, S., Smyrnios, K. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the Family Business definition problem, *Family Business Review*, Vol. 15(1), pp. 45-58.
- Barbera, F., Moores, K. (2013). Firm ownership and productivity: A study of family and non-family SMEs, *Small Business Economics*, Vol. 40(4), pp. 953–976.
- Barney, J., (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, Vol. 17(1), pp.99-120.
- Berger, A.N., Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 613-673.
- Block, J., Jaskiewicz, P., Miller, D. (2011). Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation, *Journal of*

Family Business Strategy, Vol. 2, pp. 232–245.

Brockhaus, R. (2004). Family Business Succession: Suggestions for Future Research, *Family Business Review*, Vol. 27(2), pp. 165-177.

Bruining, H., Verwaal, E., Wright, M. (2013). Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs, *Small Business Economics*, Vol. 40(3), pp. 591-605.

Brunninge, O., Nordqvist, M., Wiklund, J. (2007). Corporate governance and strategic change in SMES: The effects of ownership, board composition and top management teams, *Small Business Economics*, Vol. 29(3), pp. 295–308.

Buttignon, F., Vedovato, M., Bortoluzzi, P. (2005). Family business investor buyouts: the Italian case, *Universita di Padova, Dipartimento di Scienze Economiche, "Marco Fanno" Working Paper no. 4*, 39 p.

Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) (2005). Private Equity and Generational Change - The Contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe, research paper. p. 40.

Chrisman, J. J., Chua, H.J., Steier, L.P., Wright, M., McKee, D.N. (2012). An agency theoretic analysis of value creation through management buy-outs of family firms, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 3, pp. 197–206.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., De Massis, A., Frattini, F., Wright, M. (2015). The Ability and Willingness Paradox in Family Firm Innovation, *Journal of Production Innovation Management*, Vol. 32, pp. 310–318.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence, *Entrepreneurship Theory and practice*, Vol. 28(4), pp. 335-354.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., Zahra, S.A. (2003). Creating Wealth in Family Firms through Managing Resources: Comments and Extensions, *Entrepreneurship Theory & Practise*, Vol. 27(4), pp. 359-365.

Chua, J.H., Chrisman, J.J., Sharma, P. (1999). Defining family business by behavior, *Entrepreneurship Theory & Practise*, Vol. 22(3), pp. 31-53.

Churchill, N. C., Hatten, K. J. (1987). Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for family businesses, *American Journal of Small Business*, 11(3), pp. 51–64.

Corbetta, G., Salvato, C. (2004). Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on “Comparing the

Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28(4), pp.355–362.

Cornelli, F., Karakaş, O., (2008). Private equity and corporate governance: Do LBOs have more effective boards? In *AFA 2009 San Francisco, Meetings Paper*, 34 p.

Croce, A., Martí, J. (2016). Productivity Growth in Private-Equity–Backed Family Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 40, pp. 657–683.

Cumming, D., Siegel, D.S., Wright, M., (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13(4), pp. 439-460.

Davis, A., Tagiuri, R. (1982). Influence of Life Stages on Father-Son Work Relationships, *Family Business Review*, Vol. 2(1), pp. 47-74.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, Vol. 22(1), pp. 20-47.

Dawson, A. (2006). Investigating Decision-Making Criteria Of Private Equity Investors In Family Firms, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Vol. 26(17), pp. 1-17. Savannah: <http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol26/iss17/1>

Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs, *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, pp. 189-199.

Desbrières, P., Schatt, A. (2002). The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French case, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29(5-6), pp.695-729.

Donaldson, L., Davis, J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, Vol. 16(1), pp. 49-64.

Dyer, W.G. (2006). Examining the “Family Effect” on Firm Performance, *Family Business Review*, Vol. 29(4), pp. 253–273.

Eisenhardt, K.M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, Vol.14(4), pp. 532–550.

Elinkeinoelämän keskusliitto. (2014). Talouden käänne vaatii rohkeita tekoja, *Kannanotto*, 19.11.2014, Helsinki.

Erola, M. (2014). Jos se firma olis mun - Tarinoita yrittäjistä & Capmanista, *Otava*. 240 s.

European Commission (2009). Final Report Of The Expert Group - Overview Of Family–

Business–Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures And Existing Studies, Directorate-General for Enterprise and Industry, 33 p.

EVCA, (2007). Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs, a research paper, European Private Equity and Venture Capital Association, 44 p.

FVCA, (2009). Avoimuus ja läpinäkyvyys pääomasijoitustoimialalla – Suositukset, Suomen Pääomasijoitusyhdistys Ry, 10 s.

FVCA, (2016). Mitä Pääomasijoittaminen on? verkkosivu. Saatavissa (viitattu 7.6.2016): <http://www.fvca.fi/yrittajalle>

Gibbert, M., Ruigrok, W. (2010). The “what” and “how” of case study rigor: Three strategies based on published work. *Organizational research methods*, Vol. 13(4), pp.710-737.

Gibbert, M., Ruigrok, W., Wicki, B.. (2008). What passes as a rigorous case study?, *Strategic Management Journal*, Vol. 29(13), pp.1465-1474.

Gilligan, J., Wright, M. (2010). Private Equity Demystified – An Explanatory Guide. the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, ICAEW, Corporate Finance Faculty, second edition, 169 p.

Gnan, L., Montemerlo, D., Huse, M., (2015). Governance systems in family SMEs: The substitution effects between family councils and corporate governance mechanisms, *Journal of Small Business Management*, Vol. 53(2), pp. 355-381.

Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52(1), pp. 106-137.

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, Vol. 44(1), pp. 81-95.

Goossens, L., Manigart, S., Meuleman, M., (2008). The change in ownership after a buyout: impact on performance, *the Journal of Private Equity*, Vol. 12(1), pp. 31- 41.

Gorritz, C., Fumas, V. (1996). Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 17(6), pp. 575–586.

Habbershon, T., Williams, M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms, *Family Business Review*, Vol. 12(1), pp. 1-25.

Hautala, T. (2006). Osaamisen ja johtajuuden siirto ravitsemisalan perheyritysten

- sukupolvenvaihdoksissa, Vaasan Yliopisto, väitöstutkimus, Acta Wasaensia 158, 299s.
- Hoffman, J., Hoelscher, M., Sorenson, R. (2006). Achieving sustained competitive advantage: A family capital theory, *Family Business Review*, Vol. 19(2), pp. 135-145.
- Howorth, C., Westhead, P., Wright, M. (2004). Buyouts, information asymmetry and the family management dyad, *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, pp. 509–534.
- Hyytinen, A. Väänänen, L. (2006). Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets, *Small Business Economics*, Volume 27(4-5), pp. 323-348
- James, H. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6(1), pp. 41-55.
- Järvenpää, M. (2014). Private equity as a form of active and professional ownership: An analysis of value-adding mechanisms of private equity in Finland, Master's Thesis, Aalto University, School of Science, 100 p.
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C., (1997). Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, (Sept.-Oct. 1989), pp. 61-74.
- Kammerlander, N., Sieger, P., Voordeckers, W., Zellweger, T. (2015). Value creation in family firms: A model of fit, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 6(2), pp. 63-72.
- Kammerlander, N., Sieger, P., Voordeckers, W., Zellweger, T. (2015). Value creation in family firms: a model of fit, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 6(2), pp. 63–72.
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., (2009). Leveraged buyouts and private equity. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23(1), pp.121-146.
- Kauppa- ja teollisuusministeriön perheyrittäjäryhmä (2005). Perheyrittäjäyys. Perheyrittäjät jatkuvuuden, uusiutumisen ja kasvuhakuisuuden moottorina, KTM Julkaisuja 16/2005, Kauppa- ja Teollisuusministeriö, p.62.
- Kets de Vries, M. (1993). The Dynamics of Family Controlled Firms: The Good News and the Bad News, *Organizational Dynamics*, Vol 21, pp. 59-71.
- Kurkela, J., Vuori, O. (2010). Tutkimus suomalaisen perheyrittäjän hallintokäytännöstä ja päätöksenteosta, Lapin Yliopisto, 48 s.
- Lähdemäki, T. (2007). Assessing the Economic and Societal Impact of Private Equity

Investments, master's thesis, Helsinki University of Technology.

Lansberg, I.S. (1983). Managing Human Resources in Family Firms: the problem of Institutional Overlap, *Organizational Dynamics*, American Management Associations, pp. 39-46.

Lappalainen, J. (2014). Association Between Corporate Governance Structures and Agency Problems in Small Firms – Evidence on Finnish SMEs, dissertation, University of Eastern Finland, Publication 81, 147 p. Saatavissa:
http://epublications.uef.fi/pub/urn_isbn_978-952-61-1434-7/urn_isbn_978-952-61-1434-7.pdf.

Lee, J. (2006). Family Firm Performance: Further Evidence, *Family Business Review*, Vol 29(2), pp. 103-114.

Lehn, K., Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, Vol. 44(3), pp.771-787.

Littunen, H., Hyrsky, K. 2000. The Early Entrepreneurial Stage in Finnish Family and Nonfamily Firms, *Family Business Review*, Vol. 13(1), pp. 41-54. Eivälttämättä tule työhön

López-Vergara, M. (2013). Understanding Family Shareholders in Family Firms - An Exploration of the Role of Family Dynamics in the Development of Family Shareholders' Behaviours, dissertation, University Of Jyväskylä, Jyväskylä studies in business and economics 139, 187 p. Saatavissa:
https://jyx.jyu.fi/dspace/bitstream/handle/123456789/42470/978-951-39-5468-0_vaitos27112013.pdf;sequence=1.

Lossen, U. (2007). Performance of private equity funds: does diversification matter?. Working Paper No. 2006-14, LMU Munich School of Management, 51 p.

Mandl, I. (2008). Overview of family business relevant issues, Austrian Institute for SME Research, Contract No. 30-CE-0164021/00-51. 175 p.

Männistö, L. (2009). The Firm-Level Societal and Economic Impact of Private Equity in Finland, master's thesis, Helsinki School of Economics, 108 p. Saatavissa:
http://epub.lib.aalto.fi/en/ethesis/pdf/12035/hse_ethesis_12035.pdf.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 321–341.

Maury, B., Pajuste, A., (2005). Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29(7), pp. 1813-1834.

- McConaughy, D. L., Phillips, G. M. (1999). Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public founding-family-controlled firms, *Family Business Review*, Vol. 12(2), pp.123–131.
- Meredith, J. (1998). Building operations management theory through case and field research, *Journal of Operations Management*, Vol. 16, pp. 441-54.
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., Scholes, L., (2009). Agency, strategic entrepreneurship, and the performance of private equity-backed buyouts, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 33(1), pp.213-239.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities, *Family Business Review*, Vol. 29(1), pp. 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., Cannella, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13(5), pp. 829-858.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses, *Journal of Management Studies*, Vol. 45, pp. 51–78.
- Morck, R., Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27(4), pp. 367-382.
- Mueller, D.C. (1985). Mergers and Market Share, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67(3), pp. 259-267.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K., Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms, *Family Business Review*, Vol.20(1), pp. 33-47.
- Nemilentsev, M. (2013). Building Value-Based Family Enterprise Culture: A Family Perspective, dissertation, University of Jyväskylä, Jyväskylä Studies in Business and Economics 126, 118p.
- Niemi, L. (2005). The Father, the Son and the Refreshed Spirit – Strategic Renewal after Family Business Succession in the Context of the Textile, Clothing, Leather and Footwear Industry, dissertation, University of Jyväskylä, Jyväskylä studies in business and economics 39, 219 p. Saatavissa: http://www.perheyritys.fi/wp-content/uploads/2014/12/11.Niemi_.pdf.
- Niskanen, M., Niskanen, J. (2010). Small Business Borrowing and the Owner-Manager Agency Costs: Evidence on Finnish Data, *Journal of Small Business Management*, Vol. 48(1), pp. 16-31.

Pajarinen, M., Ylä-Anttila, P. (2006). Omistajuus ja yritysten menestyminen: analyysia suomalaisella aineistolla, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, Keskusteluaiheita No. 1007, 49 s.

Pieper, T.M., Klein, S.B. (2007). The bulleye: a system approach to modeling family firms, *Family Business Review*, Vol. 20(4), pp. 301–319.

Poutziouris, P. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy, *Family Business Review*, Vol. 14(3), pp. 277–291.

Poutziouris, P., Savva, C., Hadjielias, E. (2015). Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 6, pp. 14-32.

Rautiainen, M. (2012). Dynamic Ownership in Family Business System – A Portfolio Business Approach, dissertation, Lappeenranta University of Technology, Acta Universitatis Lappeenrantaensis 485, 214 p. Saatavissa: <http://www.perheyritys.fi/wp-content/uploads/2014/12/RautiainenMaritadissertation.pdf>.

Ravenscraft, D., Scheren, F. (1987) Life after Takeovers, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 36, pp. 147-156.

Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S., Cabeza-García, L. (2011). Large shareholders' combinations in family firms: Prevalence and performance effects, *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 2(2), pp. 101–112.

Scholes, L., Westhead, P., Burrows, A. (2008). Family firm succession: the management buy-out and buy-in routes, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 15, No. 1, pp. 8 – 30.

Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H. (2010). Strategic changes in family firms post management buyout: Ownership and governance issues, *International Small Business Journal*, Vol. 28(5), pp.505-521.

Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H., Kloeckner, O. (2009). Family-Firm Buyouts, Private Equity, and Strategic Change, *the Journal of Private Equity*, Vol. 12(2), pp.7-18.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. (2003). Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms, *Journal Of Business Venturing*, Vol. 18(4), pp. 473-490.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence, *Organization science*, Vol. 12(2), pp.99-116.

Sharma, P. (2004) An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future, *Family Business Review*, Vol. 27(1), pp. 1-36.

Sievänen, T. (2015). Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the NASDAQ OMX Helsinki from 2007–2013, master's thesis, University of Vaasa, Faculty of Business Studies, p. 62.

Sirmon, D., Hitt, M. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 27, pp. 339–358.

Smart, S.B., Waldfogel, J., (1994). Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buyouts. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 76(3), pp.503-511.

Sraer, D., Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5(4), pp. 709–751.

Sten, J. (2006). Transfers of Family Businesses to Non-Family Buyers - The Selling Business Family Perspective, dissertation, Hanken School Of Economics. Publication 160, p. 244. Saatavissa: <http://urn.fi/URN:ISBN:951-555-922-7>.

Suomen Perheyritysten Liitto 2016, Mikä on Perheyritys?, verkkosivu. Saatavissa (viitattu 3.4.2016): <http://www.perheyritys.fi/>.

Teece, D., Pisano, G., Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management, *Strategic Management Journal*, Vol. 18(7), pp. 509–533.

Tourunen, K. (2009). Perheyritykset kansantaloudessa - Yritysten omistus, toiminnan laajuus ja kannattavuus Suomessa 2000-luvun alussa, Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Työ ja Yrittäjyys 53/2009, Työ- ja elinkeinoministeriö, 53 s.

Tsang, E. W. K. (2002). Learning from overseas venturing experience: The case of Chinese family businesses, *Journal of Business Venturing*, Vol. 17, pp. 21-40.

Varamäki, E., Tall, J., Joensuu, S., Katajavirta, M. (2015). Valtakunnallinen omistajanvaihdosbarometri 2015, Suomen Yrittäjät, 190 s. Saatavissa: https://www.yrittajat.fi/sites/default/files/migrated_documents/omistajanvaihdos_barometri_2015.pdf.

Viitala, J. (2012). Private equity firms and the benefits of specialisation: Nordic evidence pre and during the financial crisis, master's thesis, Aalto University, School of Economics, 108 p. Saatavissa: http://epub.lib.aalto.fi/en/ethesis/pdf/12969/hse_ethesis_12969.pdf.

- Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, Vol. 80(2), pp. 385-417.
- Voss, C., Tsikriktsis, N., Frohlich, M. (2002). Case research in operations management, *International Journal of Operations & Production Management*, Vol. 22(2) pp. 195-219.
- Wernerfelt, B., (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 5(2), pp. 171-180.
- Westhead, P., Cowling, M. (1998). Family Business Research: The Need for a Methodological Rethink, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 23(1), pp. 31-57.
- Wright, M., Amess, K., Weir, S., Girma, S., (2009). Private equity and corporate governance: Retrospect and prospect, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17(3), pp.353-375.A
- Wright, M., Hoskisson, R.E., Busenitz, L.W., Dial, J. (2001). Finance and management buyouts: Agency versus entrepreneurship perspectives, *Venture Capital*, 3(3), pp.239–261.
- Wulf, T., Stubner, S., Gietl, R., Landau, C. (2010). Private Equity and Family Business – Can Private Equity Investors Add to the Success of Formerly Owned Family Firms?, *HHL-Arbeitspapier no. 87, Leipzig School of Management*, 46 p.
- Yeboah, H.J., Tomenendal, M., Dörrenbächer, C. (2014). The Effect of Private Equity Ownership on Management Practices: A Research Agenda, *Competition & Change*, Vol. 18(2), pp.164-179.
- Yin, R.K.. (1994). *Case Study Research: Design and Methods*, Sage Publications. London UK.
- Zahra, S. A. (1995). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing*, Vol. 10, pp. 225–247.
- Zahra, S. (2004). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing*, Vol. 10(3), pp. 225–247.